

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES

UNIDAD DE POSTGRADO

**“Deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el
Mercado de Valores del Perú” (2000 – 2008)**

TESIS

para optar al grado académico de Doctor en Ciencias Contables y Empresariales

AUTOR:

Mag. Pablo Willins Mauricio Pachas

Lima – Perú

2010

AGRADECIMIENTOS

Debo agradecer al Dr. Niko Gomero y al Dr. Luis Bortesi por su motivación y apoyo que me impulsaron a realizar la presente tesis, apoyo y confianza que me permitió desarrollar el estudio relacionado al acceso al mercado de valores. Asimismo agradezco al Dr. Eloy Granda, que como asesor me guió con sus ideas y sugerencias en el desarrollo de la tesis, lo que constituyo un valioso aporte para la culminación del trabajo de investigación. Mi reconocido agradecimiento a los profesores que me impartieron valiosos conocimientos y aportes durante mis estudios de doctorado.

DEDICATORIA

Dedico la presente tesis doctoral a mis seres queridos que siempre han estado dispuestos a apoyarme, a mi esposa, fuente de inspiración y motivación para superarme día a día en lo personal y profesional, así como a Fabiola, mi hija, por su comprensión de haberle tomado el tiempo de compartir, para dedicar ese valioso tiempo a la enseñanza universitaria y a mi realización profesional, gracias.

A mis padres, quienes que con su ejemplo me orientaron al trabajo, estudio y a desarrollar una conducta expresiva de moral y de responsabilidad en mis actos, a ti papá por ser mi guía y derrotero en el entendimiento de liderazgo y autonomía en mis decisiones, aunque no estas con nosotros, sabemos que siempre nos estas acompañando espiritualmente, gracias.

Finalmente a Dios, supremo hacedor que constituye mi fortaleza espiritual en todo momento, en mis obras y desarrollo de mi vida y mi profesión.

RESUMEN

El presente estudio surge con el propósito de tratar las causas de la falta de instrumentos financieros que origina una mayor demanda sobre la oferta de valores, estableciéndose el exceso de liquidez en el mercado de valores en el Perú y que conlleva a que importantes fondos de capitales como las AFPs invierta en empresas extranjeras, de allí el proyecto de investigación denominado “Deficiencias Estructurales de la Oferta de Activos Financieros en el Mercado de Valores del Perú, 2000 – 2009”.

Para responder a las causas del problema planteado en la siguiente interrogante; ¿Por qué las deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el mercado de valores del Perú están relacionadas a la limitada participación de empresas que ofertan instrumentos financieros? se ha aplicado un cuestionario a una muestra que forma parte de las 769 grandes empresas que no participan del mercado de valores, de un total de 913 grandes empresas en el país, según Perú: The Top 10,000 companies 2010.

En los resultados de los cuestionarios se ha determinado que el 46% de las empresas preferiría no divulgar información sobre ellas y otros 37% estarían motivadas a ingresar al mercado de valores con flexibilización de requisitos de emisiones y reducción de costos.

Se establece dictar medidas que impulsen mayor participación de las empresas en el mercado de valores, a fin de corregir el actual exceso de demanda que sobrepasa la oferta de instrumentos financieros de negociación (títulos-valores) de manera significativa. Para estos fines, se describe el desempeño del mercado de valores como fuente de financiamiento y alternativa de inversiones, sus ventajas y beneficios, el marco legal que regula cualquier acción en el

mercado de valores, a través de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

ABSTRACT

This study arises in order to address the causes of the lack of tools Empire State incurred a greater demand on the supply of securities, establishing the excess liquidity in the stock market in Peru and that leads to significant capital funds eat the AFPs to invest in foreign companies, hence the research project entitled "Structural Deficiencies supply of financial assets in the securities market of Peru, 2000 – 2009".

To address the causes of the problem in the following question, why structural deficiencies in the supply of financial assets in the stock market in Peru are related to the limited participation of companies offering financial instruments? A questionnaire was applied to a sample of 769 large companies that do not participate in the stock market, a total of 913 large companies in the country, according to Peru: The Top 10.000 companies 2010.

The results of the questionnaires has been determined that 46% of companies would rather not disclose information about them and another 37% would be motivated to enter the stock market with flexible emissions requirements and cost reduction.

Is set to adopt measures that encourage greater participation by companies in the stock market in order to redress the current excess demand exceeds the supply of financial instruments for trading (securities) significantly. To this end, we describe the performance of the stock market as an alternative source of financing and investment, advantages and benefits, the legal framework that governs any action in the stock market through the National Supervisory Commission for Companies and Securities (CONASEV).

Índice

RESUMEN	1
ABSTRACT	5
INTRODUCCIÓN	11
CAPÍTULO I	13
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	13
1.2. Definición del problema	15
1.2.1. Problema principal	15
1.2.2. Problemas secundarios	16
1.3. Finalidad y objetivo de la investigación	16
1.3.1. Finalidad e importancia de la investigación	16
1.3.2. Objetivos de la investigación	24
1.4. Formulación de las hipótesis	25
1.4.1. Hipótesis Principal	25
1.4.2. Hipótesis Secundarias	25
1.5. Operacionalización de las variables	26
1.5.1. Determinación de las variables	26
1.6. Glosario de términos bursátiles	28
CAPÍTULO II	42
PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO	42
2.1. Descripción del método y diseño	42
2.1.1. Tipo y nivel de investigación	42
2.1.2. Diseño de la investigación	43
2.2. Nivel: Población y técnicas de estudio	44
2.2.1. Población	44
2.2.2. Muestra	48
2.3. Técnicas de recolección, medición, y análisis de datos	51
2.3.1. Instrumentos de recolección de datos	51
2.3.2. Medición y pruebas estadísticas	52
CAPÍTULO III	53
FUNDAMENTOS TEÓRICOS	53
3.1. Antecedentes teóricos	53
3.1.1. Con relación a mercados Financieros	53
3.1.2. Con relación a los mercados de capitales y de valores	64
3.1.3. Con relación a la diversificación basada en la teoría del portafolio	66
3.1.4. Eficiencia del mercado	76

3.1.5. Volatilidad.....	81
3.2. Antecedentes Legales.....	82
3.3. Marco Teórico.....	89
3.4. Marco conceptual.....	94
3.4.1. Mercados Financieros y Transacciones.....	94
3.4.2. Sistema Financiero e Intermediación.....	98
3.5. Marco doctrinario.....	100
CAPITULO IV.....	107
PRESENTACIÓN, ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS	107
4.1. Mercados financieros, sistema financiero y mercado de valores.....	107
4.1.1. Mercados financieros y transacciones.....	109
4.1.2. Sistema Financiero Nacional e intermediarios.....	112
4.1.3. Mercado de dinero y el crédito.....	115
4.1.4. Operaciones y evaluaciones crediticias.....	118
4.1.5. Tasa de interés y determinantes en los préstamos.....	125
4.1.6. Las tasas de interés en el Sistema Financiero Nacional.....	130
4.2. Demanda de Instrumentos Financieros.....	132
4.3. Oferta de Titulos Valores.....	141
4.4. Desempeño del Mercado de Valores. Indicadores de Mercado.....	146
4.4.1. Mercado de Primario.....	147
4.4.2. Mercado Secundario.....	147
4.5. Rentabilidad de la bolsa de valores.....	157
4.5.1. Rentabilidad en la bolsa y portafolio de acciones.....	165
4.6. Presentación de resultados.....	177
4.7. Prueba de hipótesis.....	184
4.8. Aportes más importantes de la investigación.....	185
CONCLUSIONES.....	186
RECOMENDACIONES	
BIBLIOGRAFÍA	
ANEXOS.....	194
Anexo 1. Cuestionario de investigacion sobre el Mercado de Valores.....	194
Anexo 2. Grandes empresas que no participan del mercado de valores (767).....	198
Anexo 3. Grandes empresas que sí participan del mercado de valores (144).....	217
Anexo 4. Total de empresas emisoras del mercado de valores (258).....	221

ÍNDICE DE FIGURAS

1. Oferta vs. Demanda Potencial de Bonos de Principales Inversionistas Institucionales	11
2. Problemática actual	12
3. Evolución de los Montos Inscritos de Oferta Pública Primaria	15
4. Mercado de valores respecto al crédito bancario al sector privado	17
5. Distribuciones normales de igual media y distinta desviación típica	62
6. Frontera eficiente	66
7. Elección portafolio óptimo	68
8. Efectos de la diversificación	70
9. Efectos de la diversificación	71
10. Mercados financieros	91
11. Sector financiero: División institucional	93
12. Mercados financieros e instrumentos	105
13. Mercados financieros	107
14. Elementos en los créditos	111
15. Entidades que ofertan crédito	113
16. Evaluación del riesgo crediticio del solicitante	115
17. Proceso de evaluación de solicitudes de crédito	118
18. Proceso de evaluación de solicitudes de crédito	120
19. Componentes de la tasa de interés	123
20. Esquema del Sistema Financiero Nacional	124
21. Diferencia de la tasa de interés activa en Soles y Dólares	126
22. Spread Activa TAMN – TAMEX	126
23. Comportamiento oferta y demanda 2005	128
24. Inversiones Locales y en el Exterior de la Cartera Administrada	130
25. Colocaciones de Oferta Pública Primaria	131
26. Fondos mutuos. Principales variables	131
27. Patrimonio Administrado por tipo de Fondo. Agosto 2010	132
28. Aumento de la demanda	133
29. Saldo en circulación de los valores mobiliarios emitidos por oferta pública primaria, por plazo	133
30. Evolución de colocaciones y tasas de interés	134
31. Clases de Activos	137
32. Valores Colocados Vs. Inscritos	138
33. Inscripciones de ofertas públicas por tipo de valor: 2004-2009	139
34. Saldo en circulación de los valores mobiliarios emitidos por oferta pública primaria, por sector económico	139

35.Oferta Vs. Demanda potencial de instrumentos deuda de principales inversionistas institucionales	140
36.Mercado de valores	141
37.Participantes del mercado	143
38.Rol del regulador en el mercado de valores	143
39.Mercado Primario-Emisiones- 1992 – 2009	145
40.El mercado secundario de valores como proporción del Producto Bruto Interno	151
41.Monto total negociado en la Bolsa de Valores de Lima: 2001-2009	151
42.El mercado secundario de valores como proporción de la liquidez del sistema financiero	152
43.Bolsa de Valores de Lima. IGBVL Capitalización bursátil	156
44.Bolsa de Valores de Lima y Bolsa de Valores del mundo	157
45.Nivel de conocimiento de las grandes empresas sobre el mercado de Valores	171
46.Conocimiento de las grandes empresas de las ventajas y beneficios Del mercado de valores	172
47.Conocimiento sobre el mercado de valores y sus ventajas y beneficios	172
48. Empresas que identifican la mejor difusión de la cultura de valores Como motivación para ingresar al mercado de valores	173
49.Los altos costos y la participación de las empresas en el mercado de valores	173
50.Razones que inhiben la participación de las grandes empresas en el mercado de valores	174
51.La regulación engorrosa y la participación de las empresas en el mercado de valores	175
52. Empresas que identifican la flexibilización de requisitos de emisiones como motivación para ingresar al mercado de valores	175
53. Empresas que identifican la reducción de costos asociados a las emisiones como motivación para ingresar al mercado de valores	176
54. Empresas que identifican el acceso de financiamiento a menor tasa que el sistema bancario como motivación para ingresar al mercado de valores	176
55. Empresas que identifican las barreras burocráticas como un factor limitante de la economía	177
56. Situación económica de las empresas en el 2010; respecto al 2008-2009	177
57. Nivel de ventas de las empresas en el 2010; respecto al 2008-2009	178

ÍNDICE DE CUADROS

1. Inscripciones de Oferta Pública por tipo de valor	15
2. Importancia relativa de las inscripciones en el mercado primario de valores: 2004 – 2009	21
3. Principales empresas en el Perú – 2006	42
4. Principales empresas del año 2009	43
5. Rango de facturación por ventas – Ingresos totales 2009	44
6. Marco de capital reforzado: de Basilea II a Basilea III	60
7. Tasas de interés en el Sistema Financiero Nacional	125
8. Cartera Administrada por instrumento financiero	130
9. Distribución de Bonos Corporativos	134
10. Colocaciones de Oferta Pública Primaria por emisor y tipo de moneda. Período 2004-2009	135
11. Oferta de títulos valores I	138
12. Oferta de títulos valores II	139
13. Instrumentos de deuda por sector	140
14. Valores inscritos Vs. Colocados por Oferta Pública Primaria	145
15. Número de Compañías con Valores Inscritos. Periodo 1999-2004	149
16. Número de Compañías con Valores Inscritos. Periodo 2005-2010	149
17. Importancia relativa del mercado secundario de valores respecto al PBI. Período 1995-2004	150
18. Rentabilidad de la Bolsa de Valores	153
19. Índices de cotizaciones (1999-2004)	154
20. Índices de cotizaciones (2005-2010)	154
21. BVL. Capitalización bursátil 1995-2004 (Variación %)	155
22. BVL. Capitalización bursátil 2005-2010 (Variación %)	155
23. Bolsas internacionales. Ranking Mundial en términos de retorno	156
24. Cartera del Índice Selectivo	162
25. Cartera del Índice General BVL	163
26. Cartera del Índice General de la BVL y Rentabilidad (2008 -2010)	164
27. Cartera del Índice Selectivo de la BVL – 2010	165
28. Ratios de endeudamiento LACIMA, MINSUR, VOLCAN y CASAGRANDE	168
29. Ratios de endeudamiento LACIMA, MINSUR, VOLCAN y CASAGRANDE	169

INTRODUCCIÓN

La reciente experiencia de la Crisis Financiera Internacional ha evidenciado la relación directa que tienen los mercados de capitales con el sector real de la economía. Si bien es cierto, en esta particular circunstancia se ha expresado su relación de manera negativa, al causar drástica baja en la actividad productiva y en el empleo, no deja de destacarse el vínculo directo que tienen los mercados de capitales incluido los de valores con el sector real, impulsado por las empresas dedicadas a las diferentes actividades productivas. Este funcionamiento será comprendido por las doctrinas de mercado, que referiremos en el marco teórico.

De otro lado, dada la imperante globalización de los mercados, la crisis financiera iniciada en los EE.UU, impacto en el resto de los mercados y las economías del mundo, causando recesión y desempleo, conllevando a los gobiernos de las diferentes economías a aplicar políticas financieras de urgencia a fin de fortalecer su sistema financiero y apoyar al sector empresarial. Si bien supone corto periodo para algunos y para otros largo periodo, salir del fondo de la crisis, serán estos mercados financieros incluidos los mercados de valores, los primeros que tendrán que verse fortalecidos para recuperar la confianza, debido al importante rol que tienen los mercados de valores en la transferencia de recursos al sector real y liquidez a través de instrumentos representativos de deudas y capital, beneficiando a los agentes económicos que participan, destacando a las empresas, sean estas grandes o pequeñas.

Por ello, describiremos las operaciones del mercado de valores peruano, la evolución de la oferta de instrumentos financieros y beneficios para las empresas que participan de las ventajas del financiamiento que oferta este

mercado, y que a su vez impulsa la transferencia del ahorro interno en inversión en el País y no en empresas en el extranjero.

En el presente trabajo se evaluara los mecanismos, medios e instrumentos, así como medidas que regulan las empresas, el mercado de valores y el rol del Estado a través de la CONASEV, Institución dedicada al desarrollo y regulación del mercado de Valores en el Perú.

CAPÍTULO I

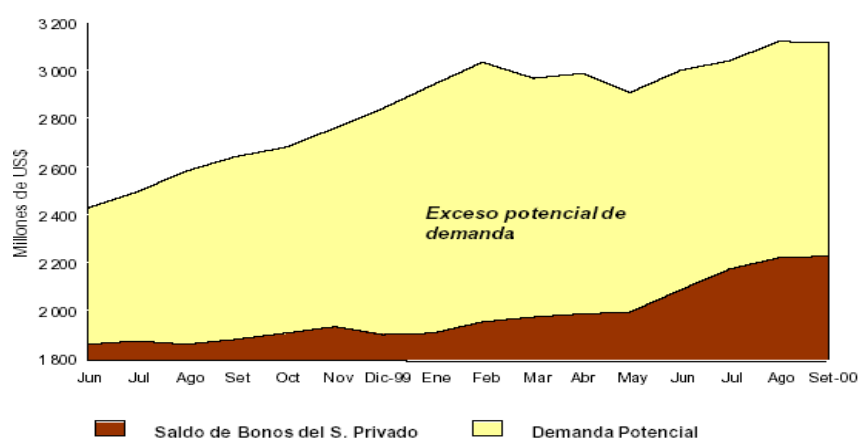
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. Planteamiento del problema

Al igual que la mayoría de mercados de Latinoamérica, el mercado de valores peruano se caracteriza por presentar bajo nivel de participación de empresas y menor oferta de instrumentos de inversión frente a una creciente demanda, no obstante que, antes del inicio de la crisis, se observaba un importante dinamismo de la actividad bursátil, comportamiento que se debió no sólo a las favorables condiciones del entorno macroeconómico que beneficio a las exportaciones mineras y a los flujos de capital del exterior, sino también a la importante participación de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones privados (AFP), público(ONP), administradores de fondos de inversión, fondos mutuos, compañías de seguros.

Es así que la **demanda de valores** en nuestro mercado de valores, se ha caracterizado por un ritmo de crecimiento mayor a la oferta .Tal exceso de demanda de valores es apreciable no solo por la inversión en el extranjero sino por la participación activa de los Inversionistas Institucionales, en compras de bonos, que realizan las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos

mutuos. Así en el 2000 se aprecia elevado exceso de demanda (Ver figura 1); sin embargo, este se manifiesta a lo largo de la década.

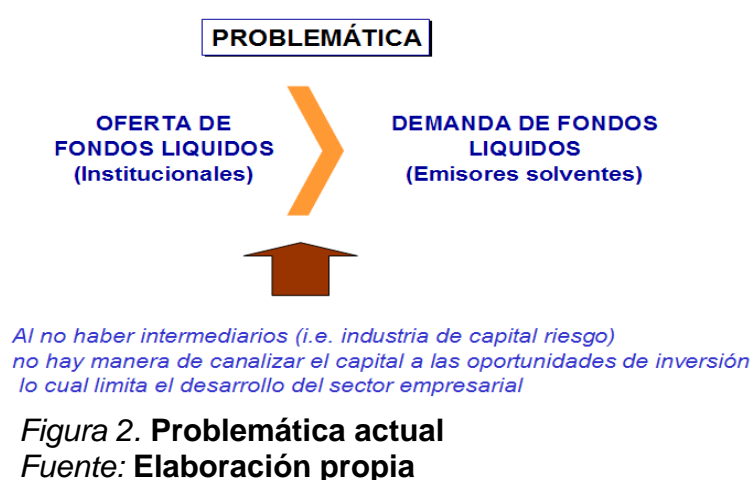


La oferta incluye al saldo total de bonos en circulación del sector privado a valor nominal. La demanda potencial es lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos: (a) las compañías de seguros –60% de las obligaciones técnicas–, (b) los fondos mutuos –100% de su patrimonio global–, y (c) los fondos de pensiones –80% del valor global de los fondos de pensiones.

Figura 1. Oferta vs. Demanda Potencial de Bonos de Principales Inversionistas Institucionales
Fuente: CONASEV

En cuanto a la **Oferta de valores**, se describe un comportamiento inferior a la demanda, que a setiembre del 2010 alcanza a \$ 15,294,3 millones mientras que la demanda asciende a \$ 53,266.6 millones, principalmente por la falta de instrumentos financieros, papeles comerciales como otros instrumentos de inversión y que al no haber intermediarios (industrias de capital de riesgos) que canalicen el capital a las oportunidades de inversión, la brecha entre la oferta y la demanda se mantendría elevada.

Como hemos descrito, por la importante participación de inversionistas institucionales en el mercado interno, se debe tratar de dar respuesta a esta problemática de elevada demanda y disponibilidad de liquidez importante que no es aprovechado por las empresas ubicadas en el País, preocupación que ha conllevado a realizar la presente investigación. Situación de la problemática que graficaremos a continuación: (Ver figura 2)



1.2. Definición del problema

1.2.1. Problema principal

La falta de instrumentos financieros y el exceso de liquidez (demanda), establece una importante brecha entre la oferta y demanda que hay que resolver, situación que será investigada, planteándose la siguiente interrogante: ¿Por qué las deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el mercado de valores del Perú están relacionadas a la limitada participación de

empresas que ofertan instrumentos financieros? originándose un exceso de demanda de títulos – valores.

1.2.2. Problemas secundarios

- a) ¿Qué condiciones debe de cumplir el Mercado de Valores de Perú, a fin de incrementar la participación de empresas emisoras de instrumentos financieros?
- b) ¿Qué acciones se deben emprender para que las empresas puedan lograr financiamiento de largo plazo a través del mercado de valores y les permita ejecutar sus programas de inversión?

1.3. Finalidad y objetivo de la investigación

1.3.1. Finalidad e importancia de la investigación

1.3.1.1. Finalidad

Dada la situación de exceso de oferta de fondos líquidos en el mercado por falta de instrumentos financieros (valores) de negociación y de otro lado la necesidad de inversiones en el sector real en nuestro País, sin que se conozca acciones y estrategias por revertir esta tendencia por parte del gobierno - Conasev, justifica la realización del presente trabajo de investigación, cuya finalidad es investigar a las principales empresas sobre las siguientes interrogantes: ¿Por qué no participan en el mercado de valores? ¿Tienen conocimientos de las ventajas, beneficios del mercado de valores? Del mismo modo, es necesario explorar mecanismos, instrumentos y medidas que incremente la participación de empresas en el mercado de valores e incremente la oferta de instrumentos de

negociación como vehículo de inversión interna, cada vez de mayor necesidad para que en el país se reduzca el elevado desempleo que viene registrando.

El estudio responde al contexto actual en que los riesgos de mayor relevancia lo vienen exhibiendo los mercados de capitales de Países desarrollados. Mientras que la fortaleza económica, a través del crecimiento, se viene manifestando en los Países en desarrollo. Particularmente en la Región Latinoamericana, donde destaca nuestro País. La actual Coyuntura es favorable para relevar el estudio del mercado de valores y sus beneficios; así como el desarrollo de propuestas para movilizar recursos de agentes económicos que tienen excedentes como ahorros, profundizando la cultura de la inversión. Así como proponer alternativas de financiamiento para destinarlos a la actividad productiva, destacando el desarrollo de la pequeña empresa.

El mercado de valores peruano experimentó durante los últimos años un importante dinamismo, comportamiento que se debió a la aplicación de las reformas estructurales que orientaron a la economía peruana a integrarse al mundo globalizado. Contribuyeron en este desarrollo, la consecución de la estabilidad macroeconómica y el retorno a la senda del crecimiento sostenido, la liberalización del mercado de capitales, el trato equitativo a los inversionistas nacionales y extranjeros, así como la promulgación de normas legales y tributarias adecuadas para el desarrollo del mercado en un contexto de transparencia y modernidad.

El trabajo tratará de evidenciar la ventajas del uso del mercado de valores por el sector privado y público, no obstante que se encuentra en etapa incipiente, ya que se aprecia elevado número de empresas importantes que no participan en el mercado de valores, por lo aún no se llega a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región.

Así en el periodo de 1995 al 2000 se ha observado importante incremento en la obtención de financiamiento a través del mercado de valores, descrito por la Oferta Pública Primaria del sector privado (acciones, bonos-obligaciones) en que a finales del 2000 se incrementó a US \$ 1, 218,5 millones muy superior a los US \$ 9 millones registrados en 1990. (Ver figura 3)

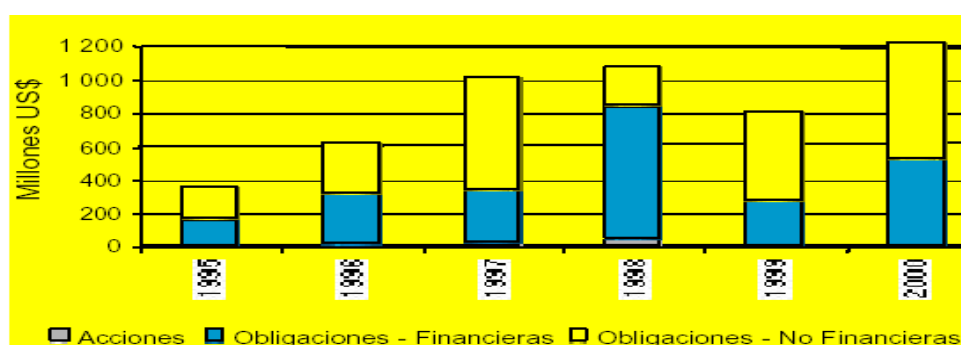


Figura 3. Evolución de los Montos Inscritos de Oferta Pública Primaria
Fuente: **CONASEV**

El incremento continúa en los últimos años, como se puede observar en el periodo 2004 -2009 en que de \$ 2, 059,8 millones en el 2004 ascendió a \$ 7,046.5 millones en el 2009 (Ver cuadro 1).

Cuadro 1: Inscripciones de Oferta Pública por tipo de valor

MODALIDAD DE EMISIÓN	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I. OFERTA PÚBLICA²¹						
EMISIONES INSCRITAS POR INSTRUMENTO	2,059,869	2,085,880	3,083,553	3,943,557	4,864,440	7,046,496
A. ACCIONES	2,154	1,864	-	296,915	-	-
B. BONOS	1,622,551	1,546,943	2,559,067	3,158,987	4,387,447	6,226,125
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	21,000	254,000	211,000	331,038	799,505	110,400
- B. CORPORATIVOS	1,340,376	1,005,787	2,134,916	2,334,362	3,138,965	5,694,003
- B. HIPOTECARIOS	30,000	10,000	70,000	-	110,000	0
- B. SUBORDINADOS	-	-	-	190,774	268,514	389,478
- B. DE TITULIZACIÓN	231,175	277,156	143,151	136,202	70,462	32,243
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	95,158	297,735	316,811	509,851	322,484	614,929
- INSTRUM. DE CORTO PLAZO	95,158	297,735	316,811	509,851	222,484	614,929
- INSTRUM. DE CORTO PLAZO DE TITULIZACIÓ	-	-	-	-	100,000	-
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	340,005	239,337	207,675	144,415	154,509	205,443

Fuente: **CONASEV**

El financiamiento a través de acciones en la década del 90, destacaron las colocaciones a través de American Depositary Receipts (ADRs) en los Estados Unidos. Entre los primeros que accedieron a este mecanismo fueron: el Banco Wiese, Cementos Lima, Credicorp, Ferreyros S.A., Minas Buenaventura, Southern Perú, Tele 2000 y Telefónica del Perú.

Las emisiones primarias se han concentrado básicamente en instrumentos de deuda, descrito en el cuadro como Bonos, en moneda extranjera. Las pocas emisiones en moneda nacional han sido estructuradas con tasas de interés indexadas en base al Índice de Reajuste de Deudas publicado por el Banco Central de Reserva. En cuanto a los plazos, se observa un alto nivel de concentración en bonos de mediano plazo (entre 3 y 5 años), situación que se explicaría por la importante participación de los bonos de arrendamiento financiero.

En la figura siguiente se observa la importancia del mercado de valores y su relación con el crédito bancario al sector privado al 2004, si bien ha ascendido, su nivel aún es bajo. (Ver figura 4)

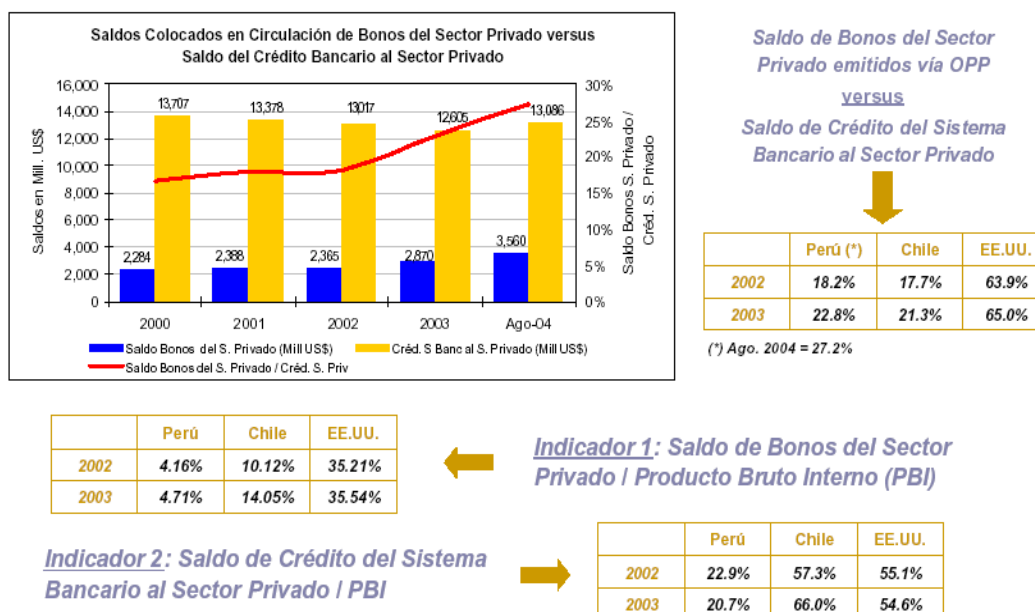


Figura 4. Mercado de valores respecto al crédito bancario al sector privado
Fuente: **CONASEV**

Estos mayores montos inscritos fueron a su vez acompañados por un incremento del número de agentes económicos que optaron por acceder al mercado de valores para el financiamiento de sus actividades productivas, sobre todo a través de la emisión de bonos corporativos, en el caso de empresas no financieras y de bonos de arrendamiento financiero y subordinados, en el caso de instituciones financieras.

Esto se evidencia en la elevada concentración por emisor de los saldos de valores en circulación emitidos por Oferta Pública Primaria. Así, los 5 mayores emisores, que representan menos del 10 % del número total y que mantienen valores en circulación, concentran el 32,6 % del saldo total en circulación; mientras que los 10 mayores emisores, que cubren menos del 20 % del número total de emisores, concentran el 51,3 % del saldo total en circulación.

A fin de explicar el déficit de instrumentos financieros y de empresas que no acceden al mercado, donde muchas de ellas son grandes empresas. Se

analizarán los diferentes factores y las causas que estarían limitando la Oferta Pública Primaria, como alternativa de financiamiento empresarial. A saber la escala reducida de nuestras empresas, demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo, limitaciones en el acceso al mercado de valores y obstáculos regulatorios.

Los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento conservador. Por un lado, emisiones por montos pequeños resultan poco atractivas, debido a que tienen asociados bajos niveles de liquidez y además demandan el mismo costo y esfuerzo en términos de análisis de inversión que emisiones de montos mayores, conllevando a la existencia de una “Limitante de Demanda por Costos y Liquidez”. Adicionalmente, en épocas de incertidumbre como la que se vive actualmente por la crisis internacional, se acentúa una “demanda selectiva” por instrumentos de muy bajo riesgo, “Limitante de Demanda por Coyuntura”.

A lo referido, es importante señalar que la experiencia internacional no ha mostrado resultados positivos en cuanto a la aplicación de normas orientadas a reducir los costos de transacción, ya sea mediante la flexibilización de requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria, con el objetivo de incorporar a la pequeña y mediana empresa al mercado de valores. En el caso de los emisores, la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores, son todos factores que desalientan su participación en el mercado. Por el lado de los inversionistas, estos factores se centran básicamente en la reducida oferta (costos fijos de análisis de inversión y bajos niveles de liquidez), y altos niveles de riesgo que se encuentran asociados en la pequeña y mediana empresa (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico). A ello se agrega, la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las

pequeñas y medianas empresas, las cuales estarían poco dispuestas a soportar los riesgos de contrapartida.

Es por ello que, dada la situación de las inversiones en el sector real del país y que repercute en el elevado desempleo, se justifica explorar mecanismos y medidas que fomenten las inversiones mediante la estrategia de acceso de empresas al mercado de valores. Por lo tanto, nuestro estudio responde a esta necesidad aun por atender y desarrollar. Puesto que el objetivo es explorar propuestas que permitan movilizar recursos de agentes económicos que poseen excedentes como ahorros y destinarlos a la actividad productiva – empresarial en el País y evitar se destinen al extranjero.

1.3.1.2. Importancia del proyecto

Es importante determinar las causas del déficit de instrumentos de deuda y capital emitido por empresas nacionales y encontrar la respuesta a ¿Por qué las deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el mercado de valores del Perú están relacionadas a la limitada participación de empresas que ofertan instrumentos financieros? originándose un exceso de demanda de títulos – valores o exceso de liquidez que tiene que ser invertido en el extranjero, ¿Por qué participan un número reducido de empresas? ¿Por qué no participan importantes empresas si representan una elevada cantidad?

Asimismo, es necesario destacar el rol de Los Mercados Financieros y de Valores en beneficio de la actividad productiva, como vehículo de transferencia de recursos financieros a las empresas, impulsando la inversión, y el desarrollo del proceso de Ahorro -Inversión.

Una de las actividades preponderantes de los Mercados Financieros, consiste en canalizar recursos provenientes de individuos o instituciones que desean realizar inversiones, hacia aquellos que requieren de financiamiento. Estos

demandantes de financiamiento se caracterizan por tener recursos insuficientes para satisfacer sus necesidades de consumo o de inversión en activos. Por lo que se les conoce como Deficitarias y a las que tienen excedentes se les conoce como Superavitarias.

En este sentido resulta importante analizar el funcionamiento de los Mercados Financiero y de valores, puesto que poseen una serie de mecanismos que permiten y facilitan la canalización de fondos provenientes de inversionistas o ahorradores hacia empresas o entidades que requieren financiamiento y apoyar el desarrollo de la actividad productiva o inversión al sector real del País. Si bien es cierto, el nivel de financiamiento a través del mercado de valores, comparado con el sistema financiero, es bajo. Sin embargo, no deja de ser importante por sus ventajas y beneficios, resultando necesario explorar las causas y razones por las que las empresas potenciales se resisten a acceder al mercado de valores. En el siguiente cuadro se puede apreciar la importancia relativa del financiamiento a través del mercado de valores (emisiones primaria) en relación al sistema financiero nacional, aún en niveles muy bajo, tanto del sector privado como del sector público, alcanzando 10.77% y 0.72 % respectivamente en el 2009. (Ver cuadro 2)

Cuadro 2. Importancia relativa de las inscripciones en el mercado primario de valores: 2004 – 2009 (En soles)

AÑOS	EMISIONES DEL SECTOR PRIVADO ^{1/} (A)	EMISIONES DEL SECTOR PÚBLICO ^{2/} (B)	LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO ^{3/} (C)	PRODUCTO INTERNO BRUTO ^{3/} (D)	RELACIÓN PORCENTUAL			
					(A)/(C)	(A)/(D)	(B)/(C)	(B)/(D)
2002	4,293	8,787	65,562	199,650	6.55%	2.15%	13.40%	4.40%
2003	6,115	7,869	73,642	213,425	8.30%	2.86%	10.68%	3.69%
2004	7,028	8,462	82,831	237,902	8.49%	2.95%	10.22%	3.56%
2005	6,910	10,963	101,724	261,653*	6.79%	2.64%	10.78%	4.19%
2006	10,067	6,314	123,329	302,255*	8.16%	3.33%	5.12%	2.09%
2007	12,231	11,569	157,995	335,730*	7.74%	3.64%	7.32%	3.45%
2008	14,219	2,880	163,946	372,793*	8.67%	3.81%	1.76%	0.77%
2009	21,117	1,405	196,015	381,671	10.77%	5.53%	0.72%	0.37%

1/. Considera los montos máximos inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores por emisión. En el caso de las emisiones de valores en el marco de programas de emisión se considera, cuando corresponde a una inscripción automática, el monto de la emisión en el año en que se presentó el prospecto complementario correspondiente.

2/. Autorización de emisiones mediante Decretos Supremos y Decretos de Urgencia.

3/. Datos publicados por el BCRP.

* Preliminar publicado en el Cuadro 95 de la Nota Semanal del BCRP.

Fuentes: **CONASEV, BCRP. MEF**

1.3.2. Objetivos de la investigación

1.3.2.1. Objetivo Principal

Describir por qué las deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el mercado de valores del Perú están relacionadas a la limitada participación de empresas que ofertan instrumentos financieros, originando un exceso de demanda de títulos en este mercado.

1.3.2.2. Objetivos específicos

- a) Señalar las condiciones que debe cumplir el Mercado de Valores de Perú a fin de aumentar la participación de empresas emisoras de instrumentos financieros.
- b) Determinar las acciones que deben emprender las empresas para que puedan lograr financiamiento de largo plazo a través del mercado de valores, y de esta forma ejecutar sus programas de inversión.

1.4. Formulación de las hipótesis

1.4.1. Hipótesis Principal

- La deficiente regulación y promoción del Mercado de Valores del Perú retrasa el acceso de empresas a este mercado.

1.4.2. Hipótesis Secundarias

- La disminución de costos financieros y la reducción de trámites burocráticos, originarán un mayor acceso al mercado de empresas nacionales, con lo cual aumentarán sus opciones de financiamiento de largo plazo.
- La estabilidad económica, originará que las empresas opten por incursionar con mayor fuerza en el Mercado de Valores, situación que les permitirá financiar sus programas de inversión.

1.5. Operacionalización de las variables

1.5.1. Determinación de las variables

1.5.1.1. Definición conceptual de las variables

Principales Variables:

- Regulación del Mercado de Valores(Variable independiente)
- Promoción del Mercado de Valores(Variable independiente)
- Acceso de empresas al Mercado de Valores(Variable dependiente)
- Oferta de activos de financieros(Variable dependiente)
- Costos financieros (Variable Independiente)
- Financiamiento de inversiones (Variable dependiente)

Definición. Concepto de las Variables:

- Regulación del Mercado de Valores:
Limites en la negociación de instrumentos representativos de capital (acciones) y de deudas (bonos) así como en la actuación de los intermediarios autorizados para participar en el mercado de valores.
- Promoción del Mercado de Valores:
Impulsar las operaciones de títulos –valores, difundiendo sus ventajas y beneficios para los inversionistas y agentes emisores. Asimismo dar a conocer los beneficios del mercado para la inversión y el desarrollo del País.
- Acceso de empresas al Mercado de Valores:
Ingreso de empresas para negociar sus instrumentos representativos de capital (acciones) y de deudas (bonos) y obtener recursos financieros

directos (sin intermediarios) con ventajas en las condiciones y costo financiero.

- Oferta de activos de financieros:
Instrumentos representativos de capital (acciones) y de deudas (bonos) emitidos por los diferentes agentes económicos con el objeto de financiarse para fines de inversión real.
- Costos financieros:
Retribuciones al capital por su utilización, considerado como intereses que se contrae por préstamos, durante un periodo de determinado tiempo.
- Financiamiento de inversiones:
Recursos financieros asignados para adquisición de bienes duraderos o de capital con el objeto de producir nuevos bienes y/o servicios.

1.5.1.2. Operacionalización de las variables

Se determina la relación de una variable respecto a otra. Así la variable dependiente está en función de los cambios de otra variable considerada como independiente.

1. Acceso de empresas al Mercado de Valores = $f(\text{Regulación del Mercado de Valores})$
2. Acceso de empresas al Mercado de Valores = $f(\text{Promoción del Mercado de Valores})$
3. Oferta de activos financieros = $f(\text{Promoción del mercado de valores})$

Otras relaciones de variables:

Financiamiento de Inversiones = $f(\text{Costos financieros})$

1.6. Glosario de términos bursátiles

- **Acciones comunes:** Son valores emitidos por empresas constituidas como sociedades anónimas que otorgan algunos derechos a sus propietarios, como participar en el capital y utilidades de la empresa, votar en las juntas generales de accionistas, fiscalizar la gestión de los negocios de la empresa, entre otros.
- **Acciones de inversión:** Dichos títulos tienen origen en las anteriores acciones laborales, cuyos tenedores originales fueron los trabajadores de las empresas industriales, pesqueras y mineras obligadas a emitirlos. Estas acciones conforman la cuenta Participación Patrimonial del Trabajo y no confieren la calidad de socios que ostentan los titulares de las acciones de capital cuyos títulos constituyen partes alícuotas del capital social.
- **Acciones en circulación:** Son aquellas acciones emitidas por una sociedad anónima y se encuentran en poder de quienes las han adquirido.
- **Acciones liberadas:** Son aquellas acciones que se emiten y entregan de forma proporcional al número de acciones de cada propietario y surgen cuando la junta general de accionistas de la empresa acuerda capitalizar las utilidades o las reservas, es decir reinvertirlas en la empresa y a cambio entregar acciones.
- **Acciones líderes (blue chips):** Acción de una empresa que tiene buena reputación y goza de una importante frecuencia de negociación y liquidez en la Bolsa. Además sus productos o servicios suelen contar con amplia aceptación en el mercado.

- **Boletín Diario:** Es una publicación editada por la Bolsa de Valores de Lima, que difunde la información diaria de lo acontecido en la Rueda de Bolsa. Además incluye información sobre diversos asuntos de importancia para los inversionistas recurrentes y potenciales.
- **Bonos:** Son valores que representan una deuda contraída por una empresa o dependencia gubernamental y que pagan una renta fija, es decir, reditúan intereses a una tasa definida que puede ser fija, variable o reajutable, lo importante es que dicha tasa ha sido establecida desde el momento en que se produce la emisión de estos valores.
- **CAVALI S.A. I.C.L.V:** Es una sociedad anónima especial por resolución N° 358-97-EF/94.10, cuya finalidad es registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta (desmaterializados) y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.
- **Capitalización bursátil:** Es el valor de mercado (en términos monetarios) de una empresa que tiene sus valores inscritos en la Bolsa de Valores. La capitalización bursátil sirve también para medir el tamaño de un mercado bursátil, a partir de la suma de las capitalizaciones bursátiles de todas las empresas inscritas.
- **Cartera (Portafolio):** Inversiones de los bancos y las instituciones financieras en general. El término se emplea para indicar valores, acciones, bonos, etc. que son llevados en los libros de dichas instituciones. El término también se suele referir a otros activos

específicos de la empresa tales como: Cartera de cheques y billetes (caja), cartera de colocaciones y cartera pesada, etc.

- **Certificados de Participación:** Son valores mobiliarios representativos de derechos de participación que confieren a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes de un fondo.
- **Cierre de Bolsa:** Es el final del tiempo o el periodo de negociación diaria.
- **Colocaciones:** Préstamos realizados por una institución financiera a un agente económico, su forma más común es mediante un avance en cuenta corriente.
- **Comitente:** Es la persona natural o jurídica que realiza operaciones de compra y venta de valores en el mercado bursátil o extrabursátil, a través de una Sociedad Agente de Bolsa; también se le denomina inversionista.
- **Compensación:** Proceso por medio del cual, y con el fin de ahorrar tiempo y dinero, se confrontan los créditos y los débitos de varios titulares unidos por relaciones comerciales a través de una oficina común (Cámara de Compensación), de tal modo que solo se liquidan las diferencias. Se realiza con más frecuencia en la actividad bancaria, pero también existe en forma limitada en el comercio entre países de América Latina.
- **Costo de oportunidad:** El valor más alto que podría ser generado si los recursos y los factores productivos fueran destinados a actividades diferentes a aquellas en donde están siendo utilizados. Sirve para medir el costo de emplear tales recursos en su actividad actual en comparación con lo que podrían producir en uso alternativo.

- Costo marginal: El incremento en el costo originado por la producción de una unidad adicional. Típicamente baja mientras los aumentos en la producción se realizan con una mejor utilización de la capacidad instalada, pero eventualmente tiende a subir. Igualando el costo marginal y el ingreso marginal se determina cuánto producir o vender para obtener el máximo beneficio económico.
- Costo social: Se refiere a los costos en los que incurre la sociedad en su conjunto como resultado del desarrollo de una determinada actividad económica. Pueden ser mayores o menores que los costos privados. Ejemplo: los costos privados de producir zinc pueden ser menores que los costos sociales, si estos últimos consideran la contaminación de ríos aledaños y el ambiente general.
- Cotización: Precio al cual se compra y vende públicamente en el mercado las mercancías, los valores y efectos públicos o mercantiles.
- Coyuntura: Conjunción de situaciones económicas, políticas, sociales, etc. que se da en un momento determinado.
- Deflación: Fenómeno inverso a la inflación.
- Demanda: Es la cantidad de un bien o un servicio que un individuo desea al precio corriente. La demanda total en la economía es conocida como demanda agregada.
- Demandante: Es aquella persona o empresa que se encuentra interesada en adquirir o comprar algún bien o servicio. En el Mercado de Valores es aquella persona o empresa que desea comprar valores (demandante de valores) o aquella empresa que se encuentra interesada en adquirir o captar dinero a través de la emisión de valores (demandante de fondos).

- Depósito: En general, arreglo contractual, explícito o implícito, por el cual una parte entrega a la otra un bien con la condición de que este le sea restituido.
- Depreciación Monetaria: Pérdida de valor del dinero ocasionada por la disminución de su poder adquisitivo. Pérdida de valor de una moneda en relación a otras monedas provocada por las fuerzas de los mercados de cambio.
- Depreciación: Término contable que registra la disminución en el valor de un activo fijo debido al transcurso del tiempo, el desgaste o la obsolescencia.
- Desmaterialización: Es la conversión de certificados o documentos físicos que representan un valor emitido por una empresa, en registros computarizados o anotaciones en cuenta.
- Dividendo: Parte de las utilidades, que se destina para distribuir entre los accionistas después de atender las reservas legales estatutarias y voluntarias. Puede ser en acciones o en efectivo.
- Dow Jones: Es el Indicador Bursátil estadounidense conformado por un grupo de las acciones de las empresas más representativas de la Bolsa de Valores de Nueva York.
- Emisor: Son todas aquellas empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades.

- Especulación: Operación que consiste en aprovechar las fluctuaciones naturales de la oferta y la demanda con el fin de obtener beneficios de corto plazo.
- Exchange Traded Fund (ETF): Es un instrumento financiero de renta variable que replica la rentabilidad de un índice bursátil. Los ETF's se negocian en las bolsas de valores a lo largo del horario de negociación.
- Ex derecho: Título que ha perdido el derecho de suscripción a la ampliación de capital, lo que se produce al tiempo que este da comienzo y pasan a cotizarse por separado acción y cupón.
- Ex dividendo: Título que ya no tiene el derecho al dividendo, cotizándose sin el cupón que representa el derecho.
- Financiamiento: Obtención capital destinado a la adquisición de los bienes necesarios para el cumplimiento de sus fines.
- Fondo de garantía: Fondo que se destina a los clientes de los corredores para la reposición de títulos valores mobiliarios negociados en la Bolsa por daños, consecuencias de acto culposo o dolos de responsabilidad de esas instituciones.
- Fondo de inversión: Patrimonio integrado por un conjunto de valores mobiliarios y dinero aportado por una pluralidad de inversores y afectado a fin exclusivo, como es la tenencia y el disfrute de valores mobiliarios debidamente diversificados para que los riesgos y el tipo de rendimiento queden compensados.
- Fondo mutuo: Patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes.

- Free Float: Se considera free float a la sumatoria de aquellas acciones en poder de comitentes con una participación menor o igual al 1% de las acciones en circulación del respectivo valor.
- Fusión: Operación por la cual dos o más sociedades se disuelven, sin liquidarse, para constituir una nueva sociedad.
- Garantía: Medio que sirve para asegurar la recuperación de un crédito. En las operaciones de plazo, monto proporcional del contrato en títulos y/o en efectivo que se entrega a una entidad acreditada para asegurar el cumplimiento del contrato.
- Hedging: Palabra de origen inglés que designa la operación que consiste en la toma de una posición en el mercado futuro aproximadamente igual, pero en sentido contrario, a aquella que se posee o se pretende tomar en el mercado de contado.
- Holdings: Empresas que, teniendo su activo compuesto totalmente o en su mayor parte por acciones de otras sociedades, realizan las operaciones financieras relativas a las sociedades controladas y, a su vez, dirigen o controlan la actividad industrial o comercial de esta.
- Incatrack: El certificado de participación-Incatrack es un ETF (Exchange Traded Fund) que se negocia en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) como cualquier otra acción. Los ETF's son instrumentos de renta variable que replican un índice bursátil, por lo tanto, el Incatrack busca replicar el rendimiento que obtenga el Índice Nacional de Capitalización (INCA) Mayor información en el siguiente link:
<http://www.bvl.com.pe/incatrack/index.htm>

- Incorporación: Es la operación por la cual una o más sociedades son absorbidas por otras que les suceden en sus derechos y obligaciones.
- Incumplimiento: Acción de no cumplir con los términos de un contrato.
- Índice de Iliquidez: Relación que mide la capacidad de una empresa para hacer frente a sus compromisos de corto plazo. Surge de la división del activo corriente por el pasivo corriente.
- Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL): Es un indicador que mide el comportamiento del mercado bursátil y sirve para establecer comparaciones respecto de los rendimientos alcanzados por los diversos sectores (industrial, bancario, agrario, minero, de servicios públicos, etc.) participantes en la Bolsa, en un determinado período de tiempo. Se determina a partir de una cartera formada por las acciones más significativas de la negociación bursátil, seleccionadas con base en su frecuencia de negociación, monto de negociación y número de operaciones.
- Índice Nacional de Capitalización (INCA): Es un índice bursátil conformado por las 20 acciones más líquidas que listan en la Bolsa de Valores de Lima. La importancia (peso) de cada acción en la composición del índice se determina por el tamaño de mercado (capitalización) de las mismas, considerando únicamente la porción del total de acciones que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa (free float).
- Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL): Es un indicador que mide las variaciones en las cotizaciones de las acciones más representativas de la Bolsa de Valores de Lima y permite mostrar la

tendencia del mercado bursátil en términos de los cambios que se producen en los precios de las acciones.

- Índice Selectivo Perú 15: Es un indicador que mide el comportamiento de las acciones más negociadas de empresas locales, al considerar únicamente compañías que registren la mayor parte de sus actividades en el Perú. Con este índice se puede revisar el desenvolvimiento de la economía peruana, al estar excluidos de su cartera los valores extranjeros (aquellos que no registran sus principales actividades en el país).
- Índices bursátiles: Indicadores que expresa la tendencia promedio de los valores más representativos de un mercado bursátil.
- Inflación: Exceso de la demanda solvente sobre la oferta evaluada en términos de coste, diferencia que se refleja o tiende a reflejarse en un alza general de precios. Tendencia sostenida de crecimiento de los precios en una economía que puede tener distintos orígenes.
- Instrumentos de corto plazo: Valores representativos de deuda emitidos mediante títulos o anotaciones en cuenta. Pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo los pagarés, las letras de cambio u otros valores representativos de deuda que determine CONASEV, la cual podrá establecer las características de estos últimos, pudiendo exceptuarlos de los requisitos previstos en la Ley de Sociedades u otras normas que resulten aplicables.
- Inversión: Empleo del capital con el objetivo de obtener beneficio en el mediano o el largo plazo.

- **Inversionista institucional:** Institución que dispone de recursos mantenidos con cierta estabilidad destinados a la reserva de riesgos o a la renta patrimonial y que invierte estos recursos en el mercado de capitales.
- **Letra de Cambio:** Título valor que contiene una promesa incondicional de pago, mediante el cual el emisor o girador, se compromete a que el aceptante u obligado principal al pago, pague el monto indicado en el documento a la persona, a la orden de la cual se emite el instrumento denominado tomador, o de ser el caso al tenedor del título en la fecha de vencimiento. Puede ser girada en moneda nacional o en moneda extranjera.
- **Liquidez:** Característica de un activo consistente en la posibilidad de recuperar de una manera rápida y sustancialmente íntegra su valor en dinero efectivo.
- **Mercado Bursátil:** Organización formal del mercado de valores propia de las Bolsas de Valores.
- **Mercado de Capitales:** Es el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hacia las que invierten. El mercado de capitales se orienta hacia el mediano y largo plazo.
- **Mercado de Valores:** Segmento del mercado de capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de

intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.

- **Mercado Primario:** Es el proceso de venta inicial de una emisión de títulos valores, también conocido como colocación primaria, es decir, es aquel donde se colocan y negocian por primera vez los títulos que se emiten.
- **Mercado Secundario:** Es aquel donde los instrumentos financieros o los títulos valores que se han colocado en el mercado primario son objeto de negociación. El mercado secundario les da liquidez a los valores existentes. Generalmente, estas negociaciones se realizan en las Bolsas de Valores.
- **Mercado:** Lugar donde se efectúan operaciones de compraventa de determinados bienes. Conjunto ideal de actos de compra y venta de bienes determinados en un tiempo y un espacio específicos.
- **Oferta Privada:** Es aquella en la que no se emplean medios masivos de difusión. Van dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, o son valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo es igual o superior a S/. 250,000.
- **Oferta Pública:** Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.
- **Oferta Pública de Adquisición (OPA):** Es aquella oferta que efectúan una o más personas naturales o jurídicas a los accionistas de una compañía

inscrita en Bolsa, con el propósito de adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad determinada de sus acciones, para alcanzar una participación significativa en dicha compañía, o incrementar la ya alcanzada.

- **Oferta Pública de Venta (OPV):** Es aquella oferta que efectúan una o más personas naturales o jurídicas, con el objeto de transferir al público en general o a determinados segmentos de éste, valores previamente emitidos o adquiridos.
- **Oferta Pública Primaria:** Es la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.
- **Oferta Pública Secundaria:** Es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de compra, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.
- **Operación Extrabursátil:** Son las operaciones que se efectúan con valores inscritos en la Bolsa pero que se realizan fuera de Rueda de Bolsa. En estas operaciones se requiere la intervención de una sociedad agente quien es la encargada de certificar la transacción y liquidación oportuna de las operaciones con indicación de la cantidad, precio y la fecha en que tuvo lugar la operación.
- **Operación Bursátil:** Transacción de valores realizada por una Sociedad Agente en la Bolsa de Valores de Lima, de acuerdo con las indicaciones de los que desean comprar y vender.

- Renta variable: Es cuando se compra una acción y la inversión se determina por las utilidades que obtiene la empresa, así como las posibles variaciones en el precio de la misma, según las condiciones existentes en el mercado.
- Renta fija: Es el rendimiento de un título-valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración está predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés.
- Rentabilidad: Relación existente entre un capital y los rendimientos netos obtenidos de la inversión, expresada en términos porcentuales.
- Rescate: Pago del valor de un título valor para retirarlo definitivamente de circulación.
- Riesgo: Probabilidad de pérdida de capital que se afronta al tomar decisiones de inversión o ejercer una actividad empresarial.
- Rueda de Bolsa: Es la sesión diaria en la que se negocian los valores previamente inscritos en la CONASEV y la Bolsa.
- Sistema de Negociación Electrónico (BVL-EXS): Es un mecanismo que se ha desarrollado para facilitar la realización de operaciones en la Bolsa de Valores de Lima. Mediante este sistema se permite a los intermediarios bursátiles (SAB's) ingresar sus propuestas y realizar las transacciones de compra y venta de valores desde sus oficinas y a los inversionistas consultar en tiempo real cómo se va desarrollando la oferta y la demanda.
- Sociedad Agente de Bolsa (SAB): Es el intermediario del mercado bursátil autorizado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y

Valores (CONASEV) que está encargado de realizar las operaciones de compra y venta que los inversionistas solicitan; a cambio, cobra una comisión que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.

- Valores: Títulos, certificados o documentos emitidos por una empresa que otorgan derechos a sus poseedores, y que son libremente transferibles. Pueden ser acciones, bonos, letras hipotecarias, instrumentos de corto plazo, etc.¹

¹ http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

CAPÍTULO II

PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO

2.1. Descripción del método y diseño

2.1.1. Tipo y nivel de investigación

La investigación es de tipo correlacional, ya que miden las variables que se pretenden ver si están o no relacionadas en los mismos sujetos y después se analiza la correlación. En la presente investigación se ocupara de medir el grado de relación entre la variable: “La interrelación de las variables del sistema de intermediación financiera” y “el limitado acceso de las empresas al mercado de valores” con “la canalización de recursos financieros”.

Si bien el propósito principal de los estudios correlacionados son saber cómo se puede comportar un concepto o variable conociendo el comportamiento de otro u otras variables relacionadas al valor aproximado que tendrá un grupo de personas en una variable.

En lo referente a su nivel de investigación, es un “estudio explicativo” por cuanto está dirigido a responder a la causa de los eventos sociales y explicar para qué

ocurre un fenómeno y en qué condiciones se da este, o por qué dos o más variables están relacionadas.

2.1.2. Diseño de la investigación

El método de la investigación es de índole cualitativo y cuantitativo, enmarcado en las ciencias sociales de carácter fáctico, correlacional, explicativo, documental y de campo. Se determinara cual es el nivel de asociación entre las variables y consiguientemente la explicación de las causas de los eventos sociales.

El método analítico consiste en tratar al objeto de estudio desagregándolo en sus componentes que lo integran, de modo que enfocaremos el financiamiento que oferta el mercado de valores y sus segmentos de mercado primario y mercado secundario relacionándolo con el acceso de empresas emisoras de instrumento financieros, en términos de causa y efecto.

El método inductivo implica pasar de lo particular a lo general, empleando procedimientos que se explican en la recopilación de información, datos, cuyos hechos y sucesos de entes institucionales y empresariales relevantes. Estos deberán ser analizados para establecer comparaciones y diferencias, para luego determinar características similares y desagregar las modificaciones que hay que plantear; así como las propuestas que promuevan el acceso de empresas al mercado de valores.

El método comparativo, comprende en describir las diferencias de las fuentes de financiamiento tradicional y del mercado de valores, destacando las diferencias del mercado bancario con el de capitales en términos de costo y tiempo.

La verificación de las hipótesis se efectuará comparando el enunciado formulado en la hipótesis con el resultado obtenido en el procedimiento correlacionado explicativo llevado a cabo. El diseño de la investigación es por objetivos-hipótesis y variables.

2.2. Nivel: Población y técnicas de estudio

2.2.1. Población

Se tomará en cuenta a los agentes económicos de mayor importancia económica en el País, como principal segmento de estudio, ubicados en Lima, aunque muchas de ellas también están en provincias o regiones. Es decir, como primera referencia poblacional, consideramos a las grandes empresas que se desarrollan en diferentes sectores productivos y que no participan del mercado de valores, a fin de contrastar nuestra hipótesis de estudio. Información que serán obtenida de la CONASEV, INEI, CAMARA DE COMERCIO DE LIMA, MINISTERIOS de Trabajo, Producción y de otros centros de información.

Para determinar la población de las grandes empresas, consideramos 2 importantes fuentes: Una pública, la del INEI y la otra privada, la reciente publicación, PERU: THE TOP 10 000 COMPANIES 2010, EDICIÓN NÚMERO 24, EMPRESA: PERÚ TOP PUBLICATIONS.

Según la encuesta del INEI del 2006, las grandes empresa en el Perú ascendían a 800 equivalente al 0.02% de las empresa y aportan el 30% al PBI, mientras que las MYPES representan el 99.63% del total de empresas en el País y contribuyen con el 34% del PBI y emplean al 62% de la PEA. Para

observar de manera más detallada los aportes de cada tipo de empresa en nuestro país revisemos el cuadro 3:

Cuadro 3. Principales empresas en el Perú - 2006

Categoría	Número empresas	%	Empleo (PEA)	%	PBI (en %)
Sector privado	3,229,197	100.00	10,128,859	70.4	82
Gran empresa	800	0.02	544,924	3.8	30
Mediana empresa	10,918	0.34	646,954	4.5	18
Pequeña empresa	49,728	1.54	1,065,057	7.4	9
Microempresa	3,167,751	98.10	7,871,924	54.7	25
Sector público			1,058,202	7.4	9
Independientes			2,642,633	18.4	7
Trabaj. Del hogar			550,615	3.8	2
Total	3,229,197		14,380,309	100.0	100

Fuente: Encuesta Nacional de Hogares (ENAHOG) del INEI para el año 2006, elaborado por Cecilia Lévano par el MTPE-Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (2007).

En tanto la publicación del 2010 denominada, PERU: THE TOP 10 000 COMPANIES 2010, EDICION NUMERO 24, EMPRESA: PERU TOP PUBLICATIONS; de reciente estudio, determina que las grandes empresas en el País en el 2009 ascienden a 913, por lo que consideremos a esta fuente como base para la presente investigación.

Asimismo, esta fuente describe que la crisis financiera mundial, profundizada en septiembre del año 2008, su impacto en el Perú fue en el primer semestre del año 2009 en una menor demanda global de productos primarios e industriales, y caída del precio de diversos commodities. En este contexto, se mostró un fuerte dinamismo del mercado interno, sumado el impulso industrial de las pequeñas y medianas empresas, se logro un crecimiento del 0.9% del PBI, si bien inferior al año 2008 (8.9%), fue positivo frente al de otras naciones de la región latinoamericana.

La pregunta que se formuló fue ¿cómo se vio reflejada esta coyuntura (2009) dentro de la lista de Las 10,000 Empresas TOP del Perú? La tendencia observada en el periodo 2004-2008 mostró un crecimiento sostenido de las medianas empresas en el Perú, según nivel de facturación, un aumento moderado de la gran empresa y una contracción constante de la pequeña empresa. Era de esperar un cambio en dicha tendencia como respuesta a los efectos de una crisis económica a inicio del 2009, y efectivamente, el pronóstico se cumplió. Al año 2009 en comparación con el año 2008 el número de medianas empresas disminuyó en 554 de 7,099 a 6,545; mientras que la gran empresa se mantuvo estable, levemente aumento en 13 conformando un total de 913 empresas y las pequeñas empresas dentro de Las TOP 10,000 se incrementaron en 541 de 2,001 a 2,542 compañías. (Ver cuadro 4)

Cuadro 4. Principales empresas del año 2009

PRINCIPALES EMPRESAS (2009)	VALOR EN SOLES	VALOR EN DÓLARES 1 /	THE TOP 10,000 EN 2009 # de Empresas*	THE TOP 10,000 EN 2008 # de Empresas**	VAR. REAL %
GRAN EMPRESA	MAS DE 70 MILLONES	MAS DE 23..24 MILLONES	913	900	1.44
MEDIANA EMPRESA	DE 6 A 70 MILLONES	DE 1.99 A 23.24 MILLONES	6545	7099	-7.80
PEQUEÑA EMPRESA	DE 400 MIL A 6 MILLONES ²	DE 132 Mil A 1.99 MILLONES ²	2542	2001	27.04
TOTAL			10 000	10 000	

(1) Tipo de cambio promedio anual del 2009 = S/.3.011 /

(2) Según el Decreto Legislativo 1086 que modifica la Ley MYPE/

* Información basada en el ranking por rango de facturación de Las Top 10.000 de la presente edición

** Información basada en el ranking por rango de facturación de Las Top 10,000 de la edición anterior.

Fuente: Perú: Top Publications S.A.C. Elaboración

La clasificación de las empresas se ha determinado en relación a su ingreso por venta facturado en el año 2009, estableciéndose el orden siguiente:

Gran empresa: De S/. 70 000 000 a S/.10 000 000 000

Mediana empresa: De S/. 6 000 000 a S/.70 000 000

Pequeña empresa: De S/. 400 000 a S/. 6 000 000

Cuadro 5. Rango de facturación por ventas – Ingresos totales 2009

RANGO DE FACTURACIÓN POR VENTAS - INGRESOS TOTALES, 2009							
RANKING	RANGO S/	S/. De / From	Hasta / To	RANKING	RANGO S/.	De / From	Hasta / To
1-3	(1)	6,600,000,000	10,000,000,000	551-600	(32)	113,000,000	122,999,999
4-9	(2)	3,900,000,000	6,599,999,999	601-650	(33)	106,000,000	112,999,999
10-15	(3)	3,500,000,000	3,899,999,999	651-700	(34)	90,000,000	105,999,999
16-20	(4)	2,350,000,000	3,499,999,999	701-750	(35)	86,000,000	89,999,999
21-30	(5)	1,850,000,000	2,349,999,999	751-800	(36)	79,500,000	85,999,999
31-40	(6)	1,400,000,000	1,849,999,999	801-850	(37)	73,000,000	79,499,999
41-50	(7)	1,200,000,000	1,399,999,999	851-900	(38)	71,000,000	72,999,999
51-60	(8)	1,100,000,000	1,199,999,999	901-950	(39)	65,000,000	70,999,999
61-70	(9)	1,000,000,000	1,099,999,999	951-1000	(40)	62,500,000	64,999,999
71-80	(10)	730,000,000	999,999,999	1001-1250	(41)	48,100,000	62,499,999
81-90	(11)	660,000,000	729,999,999	1251-1500	(42)	42,000,000	48,099,999
91-100	(12)	550,000,000	659,999,999	1501-1750	(43)	33,500,000	41,999,999
101-110	(13)	500,000,000	549,999,999	1751-2000	(44)	29,000,000	33,499,999
111-120	(14)	462,000,000	499,999,999	2001-2250	(45)	24,100,000	28,999,999
121-130	(15)	457,000,000	461,999,999	2251-2500	(46)	21,700,000	24,099,999
131-140	(16)	450,000,000	456,999,999	2501-2750	(47)	19,300,000	21,699,999
141-150	(17)	435,000,000	449,999,999	2751-3000	(48)	17,800,000	19,299,999
151-160	(15)	400,000,000	434,999,999	3001-3500	(49)	14,900,000	17,799,999
161-170	(19)	378,000,000	399,999,999	3501-4000	(50)	12,000,000	14,899,999
171-180	(20)	349,000,000	377,999,999	4001-4500	(51)	10,800,000	11,999,999
181-190	(21)	340,000,000	348,999,999	4501-5000	(52)	9,000,000	10,799,999
191-200	(22)	332,000,000	339,999,999	5001-5500	(53)	8,500,000	8,999,999
201-225	(23)	301,000,000	331,999,999	5501-6000	(54)	7,600,000	8,499,999
226-250	(24)	262,000,000	300,999,999	6001-6500	(55)	7,400,000	7,599,999
251-275	(25)	250,000,000	261,999,999	6501-7000	(56)	6,750,000	7,399,999
276-300	(26)	240,000,000	249,999,999	7001-7500	(57)	5,900,000	6,749,999
301-350	(27)	195,000,000	239,999,999	7501-8000	(58)	5,500,000	5,899,999
351-400	(28)	174,000,000	194,999,999	8001-8500	(59)	5,400,000	5,499,999
401-450	(29)	152,000,000	173,999,999	8501-9000	(60)	4,900,000	5,399,999

451-500	(30)	135,000,000	151,999,999	9001-9500	(61)	4,100,000	4,899.999
501-550	(31)	123,000,000	134,999,999	9501-10000	(62)	3,800,000	4,099,999

Fuente: **Peru Top Publications- Elaboracion**

En consecuencia, las grandes empresas asciende a 913 según PERU: THE TOP 10 000 COMPANIES 2010, EDICIÓN NUMERO 24, EMPRESA: PERU TOP PUBLICATIONS. De las cuales **769** empresas no participan en el mercado de valores.

De manera que la población potencial para participar en el mercado de valores es de 769 empresas, es decir el 84 % del total de las grandes empresas (913) en el Perú que estarían calificadas económica y financieramente para acceder al mercado de valores, pero que por diversos factores y razones no lo prefieren ¿Porque no participan? será materia de estudio. La población a considerar para la presente investigación será de **769 empresas**.

2.2.2. Muestra

2.2.2.1. Definición del marco muestral

El presente estudio toma como muestra un número determinado de empresas que no participan el mercado de valores ascendente a 769.

2.2.2.2. Selección del tamaño de muestra

Para determinar el número de empresas que formaron parte de la muestra y a las que se aplicaría las técnicas de recolección, medición y análisis de datos, se utilizó la siguiente fórmula estadística para poblaciones finitas:

$$n = \frac{N Z_{1-\alpha/2}^2 p(1-p)}{(N-1)B^2 + Z_{1-\alpha/2}^2 p(1-p)}$$

$$n = \frac{769 \times (1,64485363)^2 \times 0.84(1 - 0.84)}{(769 - 1)(0.1)^2 + (1,64485363)^2 \times 0.84(1 - 0.84)}$$

$$n = \frac{279,627656}{8.04362504}$$

$$n = 34.763885$$

$$n = 35$$

Donde:

N= 769 (Número de empresas=población)

Nivel de confianza = 0.9 (90% de confianza)

Acum = 0.95 -> Z= 1.64485363 (zeta tabular)

B = 0.1 (10% margen de error máximo permitido en la estimación)

p = 0.84 (Proporción o probabilidad de éxito)

(84% de las empresas aptas para invertir en el mercado de valores no se financian por el mercado de valores por considerarlo muy riesgoso)

2.2.2.3. Diseño muestral

Por la naturaleza de la investigación el diseño muestral es: No Probabilístico, de tipo discrecional. En el muestreo no probabilístico la probabilidad no es igual para todos los elementos del espacio muestral; se realiza una selección al azar de los elementos de la muestra y no se utilizan procedimientos formales, los datos obtenidos a través de esta modalidad permiten generalizaciones de la población.

En el muestreo discrecional la selección de los elementos de la muestra la realiza un experto que indica al investigador qué elementos de la población son los que más pueden contribuir al estudio.

2.2.2.4. Procedimiento de muestreo

No se utilizaron procedimientos formales. La muestra comprende a las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú.

2.2.2.5. Selección de la unidad muestral

En esta investigación la unidad de muestreo está representada por cada una de las empresas que son aptas para invertir en el mercado de valores pero que no participan en él.

La selección de cada unidad muestral se dio a través de la elección de las 12 empresas de rango superior, 11 de rango intermedio y 12 de rango inferior en el ranking de empresas que no participan en el mercado de valores entre las 769 empresas más grandes del Perú.

Nota: Por razones de discrecionalidad las grandes empresas comprendidas en la muestra y a quienes se le aplicó el cuestionario, no lo detallaremos.

2.3. Técnicas de recolección, medición, y análisis de datos

2.3.1. Instrumentos de recolección de datos

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de probar las hipótesis que hemos propuesto en el presente diseño de investigación, utilizaremos la información documental, bibliográfica y estadística que se obtendrá de las instituciones públicas y privadas y centros de información empresarial y de mercados. Fundamentalmente la aplicación de encuestas y entrevistas a gerentes o alto ejecutivo de las empresas consideradas en la muestra. Asimismo análisis estadístico de los datos e información del mercado primario y secundario del mercado de valores durante el periodo 2000 al 2009.

Cabe destacar que entre las interrogantes se plantea:

a) En relación a **CONASEV**, a través de las entrevistas:

1. ¿Cuántas y cuáles son las grandes empresas en nuestro país?
2. ¿Cuántas y cuáles de las grandes empresas, están actualmente emitiendo en el mercado de valores?
3. ¿Cuántas y cuáles de las grandes empresas **no están emitiendo** en el mercado de valores?
4. ¿Cuáles son las medidas que están implementado - CONASEV para lograr que más empresas accedan al mercado de valores?
5. ¿Disponen de trabajos de investigación recientes que expliquen el bajo acceso de las empresas al mercado de valores y que medidas serian las necesarias para promover el acceso al MV?

6. ¿Qué competencias cree Ud. que debería reforzar CONASEV para ayudar a incrementar el acceso de empresas al mercado de valores?

b) En relación a las empresas, a través del cuestionario se pregunta:

1. ¿Por qué no participa del mercado de valores?
2. ¿Tiene conocimientos de los beneficios, ventajas que ofrece el mercado de valores?
3. ¿Qué le motivaría para ingresar al mercado de valores?
4. ¿Qué le recomendaría, al Gobierno - CONASEV para acceder al mercado de valores?

2.3.2. Medición y pruebas estadísticas

La medición y análisis de resultados se realizará a través de la aplicación de la estadística descriptiva, mediante programas estadísticos como el Minitab 16, SPSS y Excel (2007). Posteriormente, recurriremos a técnicas estadísticas inferenciales de ser necesario para la comprobación de las hipótesis.

CAPÍTULO III

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

3.1. Antecedentes teóricos

La investigación se adecuará al enfoque doctrinario de mercado, descrito en los antecedentes del problema. Una teoría o doctrina económica es una sistematización de principios o leyes económicas, que analizan la realidad y los fenómenos económicos que en ella ocurren, en forma integral. Aquellas que explican la realidad parcialmente no constituyen doctrinas sino solo pensamientos económicos.

Una característica fundamental de las doctrinas económicas es que no surgen de la nada. Aparecen por la observación de la realidad, es decir, responden a un contexto social determinado.

Acerca de los antecedentes teóricos,

3.1.1. Con relación a mercados Financieros

Cabe destacar que tiene una relación directa con el sector productivo o sector real de la economía de un país, de manera que impulsa el crecimiento y como canalizador de recursos financieros contribuye en la asignación de recursos, particularmente este rol se desarrolla mediante mecanismos especializados

configurando el mercado de capitales cuyo sustento en la economía es impulsar el proceso de ahorro – inversión, incrementando la actividad productivas a través de los proyectos de inversión.

La relación entre crecimiento y desarrollo del sector financiero ² es clara. La relación entre crecimiento y profundización financiera es positiva y el desarrollo financiero esta positivamente correlacionado con las futuras tasas de crecimiento.

La relación del crecimiento económico ³ con el sistema financiero se da cuando para aumentar la cantidad de capital físico (bienes de capital) y humano es necesario ahorrar una fracción del ingreso corriente, que luego es traducido o en inversión (Nima 2009)

Los mercados financieros interconectan de modo indirecto o directo a los agentes o entes económicos que tienen necesidades de recursos y aquellos que tienen excesos de recursos financieros, surgiendo la interrelación entre los Deficitarios y Excedentarios (Depósitos-Ahorros)

De acuerdo a la ecuación del gasto se establece macroeconómicamente que:

$$\text{Ingreso (Y)} = \text{consumo (C)} + \text{Inversión o inversión bruta fija (I)} \quad (1)$$

$$\text{Inversión (I)} = \text{Ingreso (Y)} - \text{consumo (C)} \quad (2) \text{ de otro lado,}$$

$$\text{Ahorro (A)} = \text{Ingreso (Y)} - \text{consumo (C)} \quad (3) \text{ ingreso no consumido.}$$

$$\text{Estableciéndose que: Ahorro (A)} = \text{Inversión (I)} \quad (4)$$

² POLLACK Molly y GARCIA Alvaro. 2004.p. 18

³ ESQUIVEL Horacio y HERNANDEZ Ulises. 2007. P.787-788.

De allí el rol fundamental que tienen los mercados financieros en movilizar la corrientes del proceso Ahorro – Inversión, impulsando el incremento de la actividad productiva o el sector real del país.

Acerca de los riesgos crediticios, considerando el acuerdo de Basilea I, Capital o Basilea II (2001), que es una serie de principios y recomendaciones del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria cuyo objetivo es propiciar la convergencia regulatoria hacia los estándares más eficaces y avanzados sobre medición y gestión de los principales riesgos en la industria bancaria (Nuevo Acuerdo de Capital - Basilea II - SBS). El Comité de Basilea forma parte del Banco Internacional de Pagos (BIS) y fue creado por acuerdo de los representantes de los Bancos Centrales de los 10 países más industrializados con el propósito de formular una serie principios y estándares de supervisión bancaria, los que han sido acogidos no solo por los países miembros, sino por la mayoría de países en el mundo. El Perú, por medio de la SBS, es consciente de las ventajas en seguridad y estabilidad que genera un esquema como el propuesto en Basilea II y no está al margen de esta reforma internacional de la regulación bancaria.

Respecto a Basilea III (2010) cuyo objetivo es hacia un sistema financiero más seguro, es así que el 12 de septiembre, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión (Órgano de gobierno del Comité de Basilea), anunció mayores requerimientos de capital internacionales para la banca comercial, esto como consecuencia del acuerdo alcanzado en julio en torno al diseño general del paquete de reformas sobre capital y liquidez. En conjunto, ambas reformas se conocen como "Basilea III", según el Director General del Banco de Pagos Internacionales (BPI) con motivo de la 3ª Conferencia Internacional de Banca Madrid, 15 de septiembre de 2010.

Basilea III supone un refuerzo fundamental, y en algunos casos un cambio radical, de las normas internacionales de capital. Junto con la introducción de un estándar de liquidez internacional, las nuevas normas de capital conforman el núcleo del plan de reforma del sistema financiero mundial, y se presentarán en la cumbre de Líderes del G-20 en Seúl en noviembre del 2010.

Basilea III representa una pieza clave y un avance significativo después de la crisis financiera en 2007; sin embargo, es preciso dar un paso adelante con las demás piezas del sistema para construir un sistema financiero más seguro.

Si bien la mejora de la regulación resulta esencial, no es suficiente. La promoción de la estabilidad financiera exige un marco de política amplio, en el que la política prudencial es sólo uno de sus componentes. Entre el resto de elementos clave podemos distinguir políticas macroeconómicas monetarias y/o fiscales para el fomento de la estabilidad financiera y la disciplina de mercado. La crisis ha confirmado la importancia de una supervisión bancaria eficaz para garantizar la plena aplicación de las políticas prudenciales, evitar el riesgo moral que plantean las instituciones "demasiado grandes para quebrar" y promover prácticas rigurosas de gestión del riesgo y una divulgación adecuada. Y por supuesto, otro componente es el sector financiero, incluidos bancos, accionistas, inversores y otros participantes del mercado. La crisis puso de manifiesto una serie de deficiencias que el sector privado debe resolver, en ámbitos como el buen gobierno, la gestión del riesgo y la debida diligencia.

Es preciso destacar que los elementos clave mencionados tienen como base la cooperación internacional. Asimismo, el Grupo de los Veinte (G-20) Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales concede importancia a la adherencia universal a los objetivos de estabilidad financiera y crecimiento económico sostenible, claves en la economía mundial. Cabe destacar que las

normas regulatorias de Basilea III han sido desarrolladas por la comunidad internacional de 27 jurisdicciones pertenecientes al Comité de Basilea, representada por 44 bancos centrales y autoridades supervisoras.

La implementación de Basilea III implicará:

- (1) Mejorar considerablemente la calidad del capital bancario;
- (2) Elevar de forma significativa el nivel exigido de capital;
- (3) Reducir el riesgo sistémico; y
- (4) Conceder suficiente tiempo para una transición suave hacia el nuevo régimen.

Con respecto a **mejorar la calidad del capital bancario**. La "calidad" es un concepto clave que suele olvidarse en favor de la "cantidad" de capital regulatorio exigido en Basilea II. Aunque el acuerdo alcanzado el 12 de septiembre sobre el calibrado de las nuevas normas ha recibido enorme atención, fue el acuerdo de julio sobre el diseño del marco el que allanó el terreno para su calibrado. El capital ordinario se redefine haciendo exigencia de mayor calidad para el capital. Un capital de mejor calidad supone mayor capacidad de absorber pérdidas, lo que a su vez se traduce en bancos más fuertes, capaces de aguantar mejor los periodos de tensión.

¿Cuáles son los nuevos requerimientos de capital? Un aspecto fundamental es el mayor énfasis en lo que se conoce como "capital ordinario o básico", es decir, el componente de mayor calidad dentro del capital de cada banco. Con las normas vigentes, al menos la mitad del capital regulatorio de los bancos debe ser de Nivel 1, y el resto se compone de elementos con menor capacidad de absorber pérdidas. A su vez, la mitad del capital de Nivel 1 debe ser capital básico. El resto también es relativamente de alta calidad, pero no tanto como las acciones ordinarias o los beneficios no distribuidos. El énfasis de Basilea III

en el capital ordinario hace mayor hincapié en el requerimiento mínimo para el capital de mayor calidad.

Además, la definición del capital ordinario o básico es ahora más estricta. Con el sistema actual, algunos tipos de activos de calidad cuestionable se deducen del cómputo de la base de capital (es decir, la suma del capital de Nivel 1 y 2), pero con Basilea III estas deducciones serán más rigurosas, ya que se aplicarán directamente al capital ordinario. De este modo se refuerza sustancialmente la definición del componente de mayor calidad del capital bancario. Aún más, la nueva definición de capital de Nivel 1 también se ha reforzado para incluir ahora capital ordinario y otros instrumentos financieros admisibles en base a criterios más estrictos.

Al mejorar la calidad del capital, Basilea III aumentará considerablemente la capacidad de los bancos para absorber pérdidas. Con Basilea II, los requerimientos mínimos para el capital ordinario y el capital de Nivel 1 son del 2% y el 4% respectivamente, mientras que con la nueva definición, esos niveles de capital sólo supondrían aproximadamente el 1% y el 2% respectivamente para un banco representativo con actividad internacional. Las nuevas normas implican que, si el resto de factores permanece igual, los bancos tendrán que elevar su componente de capital ordinario para cumplir los requerimientos mínimos.

Con respecto a **eleva el nivel exigido de capital**. Es necesario incrementar el capital en el sector bancario en forma paralela a la mejora de su calidad. Por esto, el órgano de gobierno del Comité de Basilea ha acordado elevar los requerimientos de capital.

Un elemento clave de Basilea III es el aumento del capital ordinario mínimo obligatorio hasta el 4,5%. Este nivel es mucho más alto que el 2% contemplado

en Basilea II, que como ya he dicho equivaldría aproximadamente al 1% para un banco representativo cuando el capital se calcula con la nueva definición más estricta.

Asimismo, el requerimiento mínimo para el capital de Nivel 1 se elevará hasta el 6%, frente al 4% en la normativa actual.

Además, los bancos deberán mantener un "colchón de conservación" del 2,5% del capital ordinario para poder hacer frente a futuros periodos de tensión. Como bien menciona el BIS (Bank for International Settlements), el incumplimiento de esta exigencia tiene consecuencias directas: conforme el capital bancario se acerque al mínimo requerido, se irá restringiendo la distribución de beneficios del banco (ej. dividendos, recompra de acciones, bonificaciones) hasta que se reponga el capital. Esto ayudará a que el banco pueda disponer de capital suficiente para respaldar sus operaciones en los periodos de tensión. Así pues, en total los bancos deberán mantener en situaciones normales al menos un 7% de capital ordinario. A esto se añaden un "colchón anti cíclico" al que me referiré más adelante.

Si bien se priorizan los coeficientes de capital no se debe dejar de lado la base de activos sobre la que se compara. Entre los avances más relevantes del Comité de Basilea en el tema se encuentra la elevación del nivel de capital exigido para la cartera de negociación y para productos estructurados complejos.

Por último, estos requerimientos de capital basados en el riesgo se complementarán con un coeficiente de apalancamiento ajeno al riesgo, que ayudará a evitar la excesiva acumulación de apalancamiento en el sistema, complementará a los requerimientos basados en el riesgo y mitigará el riesgo

de los modelos. En enero de 2013 comenzará a probarse un coeficiente de apalancamiento mínimo del 3% para el capital de Nivel 1, es decir, la relación entre el capital de Nivel 1 (calculado con la definición más rigurosa de Basilea III) y los activos totales del banco no ponderados por riesgo más las exposiciones fuera de balance. Este periodo de prueba permitirá al Comité comprobar la evolución de los coeficientes de apalancamiento actuales a lo largo del ciclo económico, el impacto que esta evolución puede tener en sus modelos de negocios y cómo este coeficiente interactúa con los requerimientos basados en el riesgo.⁴

Con respecto a **reducir el riesgo sistémico**. Este tercer elemento clave del nuevo marco de capital regulatorio proporciona una dimensión macro prudencial para hacer frente a riesgos sistémicos, es decir, el riesgo de alteraciones del sistema financiero capaces de desestabilizar la macroeconomía. Aunque el refuerzo de la base de capital de los bancos hará más fuerte al sistema bancario, no basta con centrarse en las entidades a título individual, ya que el riesgo del sistema en su conjunto es mayor que la suma de los riesgos de cada entidad, como ha quedado de manifiesto durante la crisis financiera de 2007. En el BPI, creemos que para limitar con eficacia el riesgo sistémico hay que combatir en dos grandes frentes. El primero es reducir la prociclicidad, es decir, la tendencia del sistema financiero a amplificar los altibajos de la economía real. El segundo es tener en cuenta las interconexiones y exposiciones comunes entre instituciones financieras, especialmente para aquellas que se consideran de importancia sistémica.

Basilea III representa en este sentido un giro fundamental en el diseño de la regulación financiera. La necesidad consciente de complementar la supervisión financiera a nivel micro con la dimensión macro prudencial es algo que, en mi opinión, hasta ahora no había encontrado cabida en la regulación financiera.

⁴ http://www.bis.org/speeches/sp100921_es.pdf

En cuanto a la prociclicidad, Basilea III promueve la acumulación de capital en los buenos momentos para disponer de él en los periodos de tensión. En primer lugar, como se ha mencionado, el nuevo requerimiento de capital ordinario pasa a ser del 7%, incluyendo un colchón de conservación de capital del 2,5%. Su propósito es asegurar que los bancos mantengan una reserva de capital que sirva para absorber pérdidas durante periodos de tensión y evitar así que su capital caiga por debajo del mínimo obligatorio. Esto reducirá la posibilidad de que se produzca un círculo vicioso de pérdidas y recortes de crédito en comparación con las normas anteriores.

En segundo lugar, un elemento clave de Basilea III para limitar la prociclicidad será el colchón de capital anti cíclico, que se ha calibrado en un rango del 0-2,5%. Este capital se dotará cuando las autoridades nacionales consideren que el crecimiento crediticio agregado está agravando el riesgo sistémico, y se liberará en las fases bajistas del ciclo. De este modo, se reduciría por ejemplo el riesgo de que el crédito disponible pueda verse restringido por los requerimientos de capital regulatorio. Su intención es por tanto mitigar la prociclicidad y atenuar el impacto de los altibajos del ciclo financiero.⁵

Aparte de reducir la prociclicidad, Basilea III también permitirá un mejor tratamiento del riesgo sistémico derivado de las interconexiones y exposiciones comunes entre instituciones individuales. El principio fundamental en este sentido es asegurar que las normas se calibran con respecto a la contribución de cada institución al riesgo del sistema en su conjunto, no sólo con respecto a su propio riesgo. El Comité de Basilea está analizando diversas medidas para aplicar a instituciones financieras de importancia sistémicas. El marco de Basilea III exige que estas instituciones tengan capacidad de absorber pérdidas

⁵ http://www.bis.org/speeches/sp100921_es.pdf

por encima de lo que dicta la norma. Todavía se están concretando las modalidades para afrontar el riesgo sistémico, pero una posibilidad sería permitir que las autoridades nacionales apliquen recargos de capital sistémicos a las Instituciones Financieras.

Basilea III contempla herramientas macro prudenciales concretas que las autoridades nacionales pueden utilizar para establecer requerimientos de capital personalizados con el fin de combatir el riesgo sistémico a lo largo del tiempo y a través de diversas instituciones. Desde esta perspectiva, Basilea III sirve de referencia para el desarrollo de un completo marco macro prudencial que tenga en cuenta ambas dimensiones del riesgo sistémico.

Con respecto a **una transición hacia el nuevo régimen**. El BIS (Bank for international settlements) afirma que el Comité de Basilea, su órgano de gobierno y los líderes del G-20 han reiterado una y otra vez que las reformas se introducirán de tal forma que no impidan la recuperación de la economía real. Además, se necesita tiempo para trasponer los nuevos estándares internacionales a la legislación nacional. Por todo ello, los Gobernadores y Jefes de Supervisión también anunciaron el 12 de septiembre una serie de mecanismos de transición para las nuevas normas. Como ya he mencionado, las autoridades nacionales pueden, y de hecho deben, imponer normas más estrictas cuando lo estimen oportuno en vista de sus circunstancias locales y la coyuntura económicas, al tiempo que pueden imponer periodos de transición más cortos si lo consideran adecuado.

La nueva definición de capital se aplicará progresivamente a lo largo de cinco años: los requerimientos se introducirán en 2013 y su implementación definitiva no será hasta finales de 2017. Los instrumentos que ya no puedan considerarse como capital de Nivel 1 distinto del capital ordinario o como capital de Nivel 2

dejarán de reconocerse paulatinamente en un horizonte de 10 años a partir del 1 de enero de 2013.⁶

En relación a los requerimientos mínimos de capital, las nuevas normas para **el capital ordinario y el capital de Nivel 1** se aplicarán de forma progresiva a partir de 2013 y entrarán plenamente en vigor a principios de 2015. El calendario será el siguiente:

- A comienzos de 2013, los requerimientos mínimos para el capital ordinario y de Nivel 1 pasarán del 2% y el 4% actual al 3,5% y 4,5% respectivamente.
- A partir de 2014 el capital ordinario mínimo deberá ser del 4% y el de Nivel 1 del 5,5%.
- En 2015, se aplicarán los requerimientos definitivos del 4,5% y el 6% respectivamente.

Por su parte, el colchón de conservación del capital, que estará compuesto de capital ordinario se añadirá al requerimiento mínimo del 4,5%, también se aplicará progresivamente a partir del 1 de enero de 2016, hasta entrar plenamente en vigor el 1 de enero de 2019.

Por último, el coeficiente de apalancamiento también se introducirá por fases. Habrá un periodo de aplicación de paralelo que irá de 2013 a 2017, de modo que su introducción definitiva en el Primer Pilar el 1 de enero de 2018 se hará tras una revisión y calibrado adecuados.⁷

⁶ http://www.bis.org/speeches/sp100921_es.pdf

⁷ http://www.bis.org/speeches/sp100921_es.pdf

Cuadro 6: Marco de capital reforzado: De Basilea II a Basilea III

En porcentaje de los activos ponderados por riesgo	Requerimientos de capital							Añadido macroprudencial	
	Capital ordinario			Capital de Nivel 1		Capital total		Colchón anticíclico	Mayor capacidad de absorber pérdidas para SIFI ¹
	Mínimo	Colchón de conservación	Exigido	Mínimo	Exigido	Mínimo	Exigido	Rango	
Basilea II	2			4		8			
Pro memoria:	Con la nueva definición, equivale al 1% aprox. para un banco internacional representativo			Con la nueva definición, equivale al 2% aprox. para un banco internacional representativo					
Basilea III Nueva definición y calibrado	4,5	2,5	7,0	6	8,5	8	10,5	0-2,5	Recargo de capital para SIFI?

¹ Modalidades aún por definir.

Fuente: CONASEV

3.1.2. Con relación a los mercados de capitales y de valores

Respecto a este aspecto se analizará la gestión de riesgos, análisis de rating, perfil de riesgo y las decisiones en inversiones en los mercados de capitales y bursátiles. Riesgo asociado e inevitable en la toma de decisiones financieras, empresariales y personales en busca de rendimientos por los capitales o dinero. Riesgo que proviene del latín “risicare” que significa atreverse, aunque tiene un significado negativo como lo relacionado al peligro, siniestro o pérdida.

De manera que el riesgo es un factor inherente en el comportamiento de los mercados así como en los agentes que realizan operaciones y transan recursos físicos e intangibles, determinándose los tipos de riesgos sistémico y no sistémico, surgiendo como característica predominante en el comportamiento de los operadores e intermediarios la **aversión al riesgo**, estableciéndose en la elección de inversiones, diferentes perfiles. Se describe al riesgo, también como

un proceso de incertidumbre ⁸ que es abordado como prioridad para su reducción a la información, según alguna teoría lo relaciona con que un mayor nivel de incertidumbre aumenta el ahorro dado que los consumidores adversos al riesgo dejan de consumir parte de sus recursos como una precaución contra posibles cambios adversos en el ingreso y en otros factores.

La incertidumbre trata de explicar por qué el consumo sigue al ingreso tan cercanamente, en el caso de los consumidores jóvenes que esperan crecimientos futuros del ingreso, positivos pero inciertos, en parte por su aversión al riesgo. Esto también explica por qué los retirados ahorran una cantidad positiva o des ahorran poco dado que enfrentan una mayor incertidumbre relacionada con la duración de su vida y con los costos de salud. Los contrastes empíricos directos del motivo precaución del ahorro han estado limitados por la dificultad de obtener soluciones estimables de forma reducida de los modelos que lo incluyen. Si bien el riesgo en parte es explicado por la incertidumbre no constituye el concepto integral de riesgo, dado que la incertidumbre se puede reducir con la información, mientras que el riesgo solo se puede manejar o gestionar mas no eliminarlo.

Tanto en la literatura empírica sobre ahorro como en la literatura sobre crecimiento, la variable aproximada más popularmente usada para medir la incertidumbre (macroeconómica) es la inflación. Otra variable relacionada con la incertidumbre es la tasa de urbanización, con un impacto esperado negativo sobre el ahorro. Los ingresos rurales son más inciertos que los urbanos y, en ausencia de mercados financieros donde los riesgos puedan ser diversificados, los residentes rurales debiesen ahorrar una fracción mayor de su ingreso. (G. Nima, 2009).

8.LOAYZA Norman, SCHMIDT-HEBBEL Klaus y SERVEN Luis. 2001. p.16,17.

3.1.3. Con relación a la diversificación basada en la teoría del portafolio

En la selección de inversiones y su relación con el riesgo conocido como selección de portafolio hay numerosos autores que han contribuido con esta teoría como Sharpe, Tobin, Miller y Modigliani pero destaca **MARKOWITZ**, nacido en Chicago en 1927, ha dedicado una buena parte de su vida a la aplicación de métodos matemáticos y computacionales a la resolución de problemas reales, con especial atención a los problemas de naturaleza empresarial. Ha publicado numerosos libros y artículos, quizá los dos trabajos más relacionados con el tema son:

- *"The Utility of Wealth", 1952, JPE*
- *"Portafolio Selection", 1952, J. of Finance*

En ellos se asume que los rendimientos de una acción o cartera de valores sigue una distribución logaritmo-normal, que "podríamos aproximar" por una normal. La distribución normal se comporta conforme a la famosa "Campana de Gauss", que graficamos a continuación: (Ver figura 5)

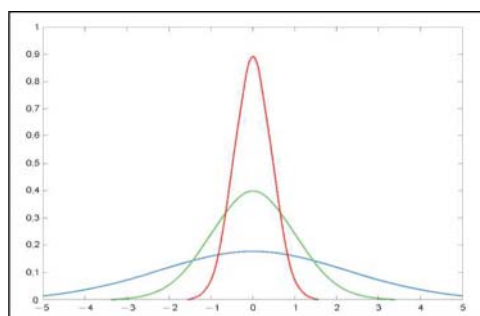


Figura 5. Distribuciones normales de igual media y distinta desviación típica
Fuente: Valvas, Alejandro. Las matemáticas

de la economía financiera

En la Figura se muestran tres distribuciones normales de igual media (cero en los tres casos) y distinta desviación típica. Cuanto mayor es esta desviación más dispersión respecto a la media se puede dar en los valores de una variable aleatoria. Markowitz probó que, si las tres líneas anteriores reflejaran el comportamiento estadístico de tres carteras de valores, entonces los agentes

preferirían la línea rosa a la verde, y ésta a la azul, debido a un mayor rendimiento pero mayor riesgo. Demostrándose que, para funciones de utilidad habituales, y para carteras con igual rentabilidad esperada, a menor desviación típica más utilidad, y por tanto mejor cartera. Con ello justifica teóricamente la utilización de la desviación típica de la rentabilidad como medida del riesgo de una inversión.

Markowitz estudió las carteras e inversiones eficientes, es decir, aquellas, que sin renunciar a una rentabilidad mínima esperada, minimizan la desviación (el riesgo). Probó que se trata de inversiones muy diversificadas, es decir, que incorporan gran cantidad de activos en la cartera (A. Balbas - R.A.C.E, 2008).

En cuanto a la selección de carteras, Sharpe y Tobin también hacen importante aportes, como también las contribuciones de Miller y Modigliani. Concepto clave es el estudio económico de los mercados de capitales. A Markowitz, le corresponde el mérito del desarrollo del modelo de media-varianza que constituye un intento pionero de enfocar la demanda de activos con riesgo. A Sharpe y a Miller y Modigliani se debe, entre otras contribuciones, al equilibrio de los mercados de capitales. Se relaciona el riesgo, rendimiento esperado y diversificación.

La Moderna Teoría de Portafolio ha cambiado la forma en que los inversionistas pensaban acerca de sus estrategias. La teoría asume que los mercados financieros son eficientes, significando que el precio de cualquier acción incorpora toda la información acerca de la acción⁹(Cobo, Alvaro). La tarea principal de la teoría es encontrar que determina la tasa de retorno de la acción.

9. Hay tres niveles de eficiencia definidos por Roberts(1967). Forma Débil de Eficiencia, los precios reflejan toda la información contenida en la evolución de los precios pasados. Forma Semifuerte, a demás de la débil, también reflejan toda la información restante publicada. Forma Fuerte, a demás de las anteriores, refleja toda la información que puede ser adquirida mediante concienzudos análisis de la empresa y la economía.

Partiendo de los supuestos del Modelo de Valoración de Activos CAPM¹⁰ (Capital Asset Pricing Model), es decir, mercado de capitales perfecto, posibilidad de prestar y endeudarse en cantidad ilimitada a un tipo libre de riesgo común para todos los agentes y homogeneidad en las expectativas del público, el CAPM proporciona fundamentalmente dos conclusiones.

La primera se refiere al grado de diversificación de la cartera óptima en equilibrio de mercado, la segunda trata sobre la apropiada medida de riesgo de un activo y la relación que guarda en equilibrio con su tipo de rendimiento esperado.

La dificultad comienza con la estimación del Beta (β)¹¹ y el CAPM empieza con Harry Markowitz. En 1952, Markowitz publica el artículo "Portfolio Selection"¹², donde centra su atención en la diversificación de carteras, demostrando como un inversor puede reducir el riesgo eligiendo acciones cuyas oscilaciones no sean paralelas.

En su modelo utiliza conceptos que han sido de gran avance teórico y cuya utilidad está fuera de toda duda. El primer pilar de su teoría es la relación entre el riesgo y las variables estadísticas, cuya medición es posible, específicamente

¹⁰ El principal mérito de Sharpe ha sido el de extender el análisis de Markowitz y Tobin de selección óptima de carteras a un modelo de equilibrio del mercado de capitales. Lo que hoy denominamos CAPM es en realidad una síntesis de las contribuciones de diversos autores. Contribuciones casi simultáneas de SHARPE (1964), TREYNOR(1961) no publicada, y la de LINTNER(1965) y las posteriores de MOSSIN(1966), FAMA(1968) y BLACK(1972), contribuciones que toman como punto de partida los trabajos de MARKOWITZ(1952,1959) y TOBIN(1958)

¹¹ Sensibilidad de la acción a los movimientos del mercado. Acciones con $\beta > 1$, tienden a amplificar los movimientos conjuntos del mercado. Acciones con $0 < \beta < 1$, tienden a moverse en la misma dirección que el mercado, pero en menor proporción. Acciones con $\beta = 1$, se mueven de igual forma que el mercado, por lo tanto, el mercado es la cartera de todas las acciones. Se define como la covarianza entre la rentabilidad de la acción y el mercado dividido por la varianza de la rentabilidad del mercado.

¹² Markowitz, Harry. "Portfolio Selection", Journal of Finance, marzo 1952.

la varianza histórica de la rentabilidad¹³. El artículo argumenta que los inversores demandan un retorno mayor para inversiones más riesgosas.

Antes de Markowitz, los economistas se enteraron que un portafolio con un mayor número de acciones era menos riesgoso que uno con pocas acciones. Acciones que se desempeñan mal, tienden a estar compensadas por acciones que se desempeñan bien, por lo tanto el retorno del portafolio varía menos que el retorno de un portafolio con un menor número de acciones o de una acción individual.

Markowitz, también demostró que la clave para diversificar un portafolio no estaba simplemente en el número de acciones que lo componen, sino también y más importante aún, en la correlación¹⁴ de los retornos de las acciones que lo conforman.

Si los retornos están fuertemente correlacionados, en efecto, el portafolio no se podrá diversificar, y si la correlación es baja, se podrá diversificar y el riesgo será mucho menor.

Un inversionista puede calcular las correlaciones históricas o para ser más preciso las covarianzas entre las acciones que conforman el portafolio. Con esta información, Markowitz demostró con la técnica que se conoce con el nombre Análisis de Media-Varianza, la posibilidad de construir una serie de portafolios que sean eficientes. Portafolios eficientes son aquellos que en el pasado obtuvieron el retorno más alto dado un nivel de riesgo¹⁵.

¹³ En el caso de un solo valor, el riesgo se define como la varianza de las rentabilidades obtenidas con el mismo, normalmente en el pasado. No obstante, nada impide hacer hipótesis sobre el futuro sin tener en cuenta el pasado.

¹⁴ Covarianza: es una medida de asociación lineal entre dos variables. La covarianza vale cero cuando las variables son independientes. Coeficiente correlación tiene el signo de la covarianza. Será positivo para relaciones positivas. Es siempre un valor entre -1 y 1. Si la relación es exacta, el coeficiente será igual a uno en valor absoluto.

¹⁵ Cuando contamos con un número importante de valores, las carteras que se pueden hacer con ellos son prácticamente infinitas, pero todas ellas están situadas en un espacio finito, es decir, son una parte de un plano en dos dimensiones: rentabilidad y riesgo. La comparación entre ellas hace que algunas tengan más rentabilidad con el mismo o menor riesgo y otro menor riesgo con igual rentabilidad. Por lo tanto, serán

En la Frontera Eficiente, están situadas las mejores rentabilidades para un riesgo determinado, clasificadas de la forma que a mayor riesgo corresponda una mayor rentabilidad. Según el grado de aversión al riesgo, el inversor se situará de forma razonable en uno u otro punto de la línea de la frontera eficiente. Cualquier otro punto sería irracional.

Sin embargo, a nivel práctico el modelo presenta algún grado de complejidad. Primero, en el desarrollo estadístico, así, para hallar la matriz de covarianzas hay que relacionar todos los valores dos a dos y calcular varianzas y covarianzas, complicándose para portafolios con un número considerable de acciones. Segundo, los datos para tener en cuenta, son las rentabilidades y riesgos históricos y se supone que en el futuro serán similares¹⁶. Esta suposición es demasiado fuerte en la mayoría de los casos porque es lo mismo que suponer que la inercia del mercado es total en el futuro. Sin embargo, este conflicto lo presentan todos los modelos de comportamiento bursátil.¹⁷

Como se puede apreciar en la figura 6, el riesgo es medido en el eje horizontal y el retorno esperado en el eje vertical. Los puntos por debajo de la curva son distintas combinaciones de riesgo y retorno esperados.

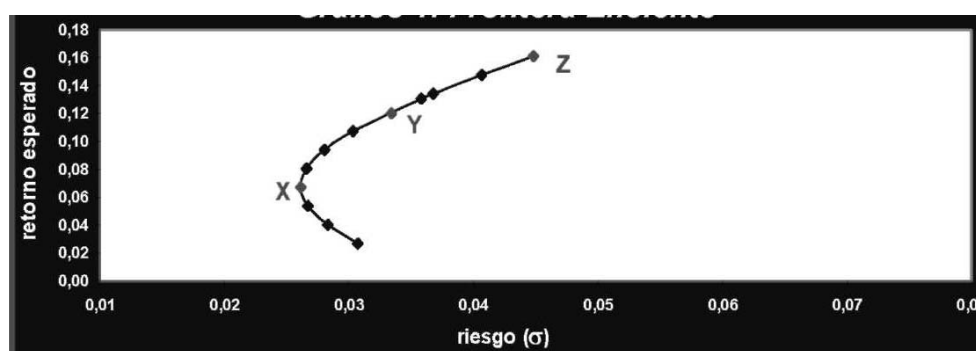


Figura 6. Frontera eficiente

Fuente: La selección de carteras. Cobo, Alvaro

preferibles unas a otras de un modo claro. Dada la posible combinación riesgo-retorno es posible trazar una línea que una las carteras que son claramente preferibles que se denomina frontera eficiente.

¹⁶ Un desarrollo claro en el cálculo, se puede observar en libro "Financial Modeling" (2000) de Simon Benninga y en el artículo "Optimal Portfolio Selection: A Note" de Ignacio Velez Pareja.

¹⁷ <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

La línea curva (XYZ) representa el conjunto de portafolios eficientes. Cualquier portafolio situado por debajo y a la derecha de la Frontera Eficiente (XYZ) será ineficiente, ofrece retornos inferiores dado cada nivel de riesgo.

Para el conjunto de portafolios eficientes, el inversor podrá escoger el portafolio que prefiera dado su apetito o grado de aversión al riesgo. Si el inversor quiere unos retornos esperados altos sin importar el nivel de riesgo que debe asumir, escoge el portafolio (Z) en el gráfico (1). Si prefiere un nivel medio de riesgo escoge el portafolio (Y), y si tiene aversión al riesgo al riesgo tendrá que escoger el portafolio (X).

De lo anterior, se deduce que todos los portafolios en la línea (XYZ) son eficientes y las diferentes combinaciones de acciones dependerán del nivel de riesgo que el inversor esté dispuesto a asumir.¹⁸

En 1958, Tobin¹⁹ extiende el análisis del modelo de Markowitz. Se preguntó, que sucede si todos los inversores pueden endeudarse o prestar a una misma tasa de interés. La respuesta al interrogante fue sorprendente. Todos los inversores pueden elegir el mismo portafolio siendo indiferente su actitud hacia el riesgo.

Los resultados de Tobin se observan a partir de la siguiente figura denominada elección de portafolio óptimo, partiendo del supuesto de que el inversor escoge el riesgo del portafolio como consecuencia el inversor solo podría colocar parte de su dinero en el portafolio (Y) o comprar el portafolio (X), el resto puede gastarlo en un activo seguro y libre de riesgo²⁰; así está habilitado para alcanzar el punto (W) en el gráfico: 2 y su inversión sigue siendo igual de segura que

¹⁸ <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

¹⁹ Tobin, J. "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk", Review of Economic Studies, 25, Febrero(1958), 65-86.

²⁰ Bonos del Tesoro de los Estados Unidos (Treasury Bills), su probabilidad de insolvencia es muy reducida, aunque no garantizan una rentabilidad real, tienen riesgo de inflación.

situándose en el portafolio (X), pero la diferencia radica en que el nuevo portafolio (W) obtiene un mayor retorno esperado, por lo tanto, este es el portafolio donde debe estar localizado.

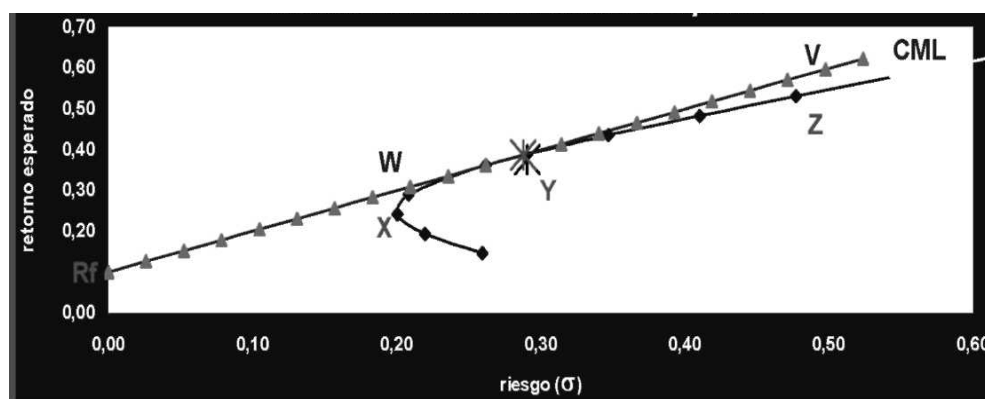


Figura7. Elección portafolio óptimo

Fuente: La selección de carteras. Cobo, Alvaro

Igualmente, si prefiere un nivel de riesgo como (Z), se puede endeudar a la tasa libre de riesgo para comprar el portafolio (Y), pero el apalancamiento de la inversión conlleva a que el riesgo aumente, aunque de igual forma lo hará su retorno y ahora se encuentra en un nuevo portafolio, el (V).

La elección de la inversión se encuentra en la línea del mercado de capitales (CML)²¹, la cual corta el eje vertical en la tasa libre de riesgo (R_f) y donde es tangente con la frontera eficiente (XYZ), en el portafolio (Y). Por lo tanto, en condiciones de equilibrio, los inversionistas que tengan aversión al riesgo elegirán sus carteras óptimas a partir de las combinaciones del activo libre de riesgo y de la cartera riesgosa, es decir, buscan localizarse en el portafolio (Y).²²

²¹ Más conocida como la Capital Market Line, representa la combinación de equilibrio de mercado entre riesgo rendimiento. Describe el precio del riesgo de mercado que asumirán todos los individuos que tomen decisiones en condiciones de incertidumbre.

²² <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

Si el inversor está dispuesto a elegir el menor riesgo posible, puede elegir activos de renta fija y no comprar acciones, de otra forma comprará el portafolio (Y).

En este sentido, el trabajo del inversionista consiste en encontrar el punto de tangencia entre la frontera Eficiente y la línea del mercado de capitales (CML) que define el mejor portafolio y ajustar el balance entre riesgo y retorno esperado, ya sea endeudándose o con préstamo.

Hasta ahora suponemos que la tasa libre de riesgo es conocida. Sin embargo surgen las preguntas: ¿Cómo medimos el riesgo? y ¿Cómo hallamos el portafolio (Y)? Es aquí donde el CAPM juega un papel preponderante con los desarrollos de William Sharpe²³ y posteriormente con James Lintner²⁴.

El CAPM en vez de buscar las covarianzas entre las acciones que componen el portafolio, divide el riesgo de las acciones en dos: sistémico o de mercado, no diversificable y diversificable.²⁵

El riesgo sistémico, no se puede eliminar mediante la diversificación debido a cambios permanentes en la economía que alteran los negocios. El riesgo no sistemático, se puede minimizar mediante la diversificación, es decir, a medida que aumenta el número de valores dentro del portafolio, la desviación estándar de los rendimientos disminuye, pero a una tasa decreciente, ya que las reducciones de riesgo adicionales serán relativamente más pequeñas después de que se incluyan más de 10 o 15 valores²⁶, figura 8. Según Evans, Archer y

²³ Sharpe, W.F. (1964): "Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, (19), 3, 425-442.

²⁴ Lintner, J. (1965): "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *The Review of Economics and Statistics*. Vol 47, 13-37

²⁵ <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

²⁶ La regla acerca de que todo el riesgo diversificable es minimizado en un portafolio compuesto aproximadamente de 10 acciones data del trabajo clásico de EVANS y ARCHER, "Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis", donde los autores discuten la relación matemática entre el tamaño del portafolio y su riesgo, concluyen que cada acción adicional incluida en el portafolio resulta en una disminución cada vez menor en el riesgo. Evans, Archer y sus posteriores críticos, como STATMAN,

sus posteriores críticos como STATMAN²⁷, concluyen que los inversores deben realizar análisis marginales costo-beneficio para determinar el número apropiado de acciones a incluir en el portafolio.

En la práctica, no hay un método ampliamente usado para alcanzar el número óptimo, pero STATMAN mostró que muchas de las estrategias que utilizan los inversores parecen ser sub-óptimas. Entonces la correlación entre los rendimientos del portafolio y el rendimiento del índice de mercado aumentan. De esta forma el inversor se encuentra con un portafolio altamente correlacionado con el mercado y su riesgo sistémico surge debido a los movimientos del mercado, por lo tanto el riesgo sistémico será ahora la principal preocupación para el inversor.²⁸

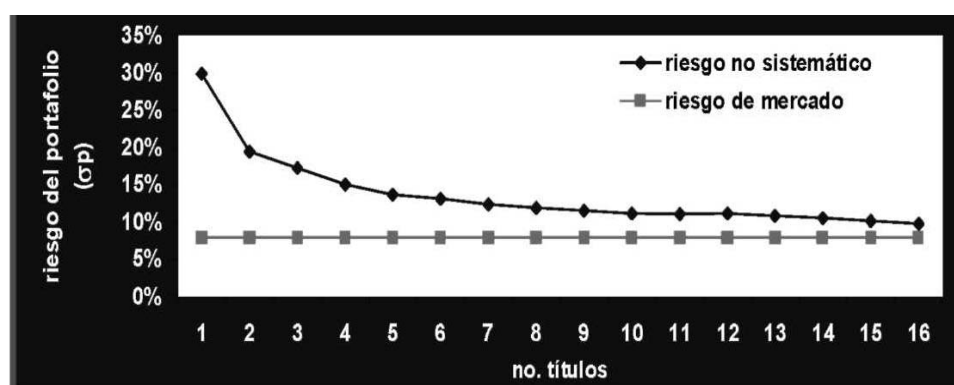


Figura 8. Efectos de la diversificación

Fuente: La selección de carteras. Cobo, Alvaro

La distinción entre riesgo sistémico y no sistémico es muy útil. En un portafolio diversificado, el riesgo no sistémico se puede minimizar, pero los inversionistas no pueden eliminar el riesgo sistemático vía diversificación. Un portafolio

²⁷ STATMAN, M. (1987): "How Many Stocks Make a Diversified Portfolio", Journal of Financial and Quantitative Analysis, (22), 3, 353-363.

²⁸ <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

totalmente diversificado, tiene un beta igual a uno. Así, el CAPM establece la relación entre el riesgo de mercado de la acción o del portafolio y el retorno esperado. Puesto que las Betas pueden ser medidas, el modelo tiene entonces una medida de riesgo que puede ser usada en el eje horizontal de la figura 8.

En cuanto a la elección del portafolio (Y), el CAPM supone que ninguno de los inversores tiene mejor información que los demás, acepta el comportamiento de la figura 7, del cual se concluye que todos los inversores escogen el mismo portafolio, es decir, la elección del portafolio no será otra que el mercado mismo.

La línea recta de la figura 9, muestra los retornos requeridos para cada nivel de Betas. Nadie tendrá acciones que estén por debajo de la línea SML. Acciones que se encuentran por encima de la línea, su demanda aumentará al igual que su precio hasta cuando el exceso de rentabilidad desaparezca.

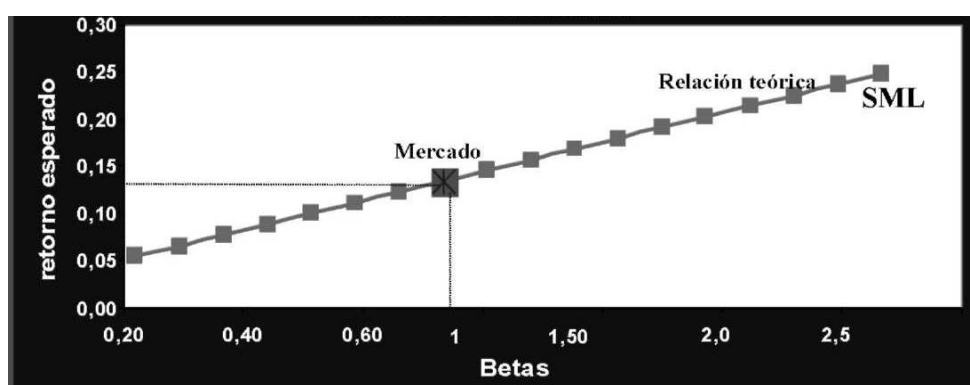


Figura 9. Efectos de la diversificación

Fuente: La selección de carteras. Cobo, Alvaro

En equilibrio, todas las acciones se encuentran en la línea del mercado (SML)²⁹. Los inversores no necesitan preocuparse por el portafolio de mercado, solo necesitan decidir cuánto de riesgo sistemático están dispuestos a soportar o aceptar.

Por lo tanto, el CAPM nos dice que si se conoce la beta de la acción, se puede predecir su retorno en el largo plazo, de todas formas hay que tener en cuenta que es un modelo y como todo modelo es simplemente una simplificación o abstracción de la realidad que ayuda a la toma de decisiones. A pesar de que varios de los supuestos son cuestionables, lo que habría que preguntarse es si en realidad el modelo predice y funciona bien, teniendo en cuenta que el modelo se refiere a rentabilidades esperadas (Alvaro J. Cobo).

Tampoco significa que se tenga que creer todo lo que dice el CAPM; como ya se dijo hay varias características objetables que han llevado a la propuesta de algunas teorías alternativas, la más importante, es la Teoría de Valoración por Arbitraje (TVA) de Stephen Ross; sin embargo, estos modelos también presentan resultados cuestionables. Como dice Brealey y Myers "nadie sabe si algunas de las teorías alternativas va finalmente a tener éxito o si hay otros modelos de riesgo y rentabilidad mejores que aún no han visto la luz".³⁰

3.1.4. Eficiencia del mercado

Se tendrá en consideración la eficiencia del mercado de capitales que sostiene que los precios de los activos incorporan rápidamente toda la información relevante, por ello su comportamiento puede ajustarse instantáneamente ante la aparición de nueva información, la cual, por definición, es incierta e impredecible. Si los precios reflejan toda la información relevante entonces sólo cambiarán rápidamente cuando arribe nueva información, pero la nueva información, por definición, no puede predecirse (de otro forma no sería nueva

²⁹ Más conocida como la Security Market Line.

³⁰ <http://cashflow88.com/decisiones/carteras.pdf>

información). Si los precios de las acciones ya reflejan todo lo que es predecible entonces los cambios en los mismos deben reflejar sólo lo impredecible; por lo tanto, los cambios en los precios deben tener un comportamiento aleatorio. Sin embargo, miles de inversores, amateurs y profesionales, continuamente realizan estrategias activas de formación de portafolio, esperando obtener retornos superiores a los justificados por el nivel de riesgo que poseen sus carteras. Es por ello, como bien señala Fischer Black (1971), que resulta importante proveer evidencia que ilustre la hipótesis de eficiencia informacional del mercado de capitales.

La importancia de la información en el mercado resulta un activo muy valioso³¹, pues permite saber si existe un bien que satisfaga alguna de nuestras preferencias o necesidades, así como quien nos lo puede prever, donde se encuentra y a qué precio podemos conseguirlo. La información es tan importante que también puede convertirse en un bien necesario como otros.

Contar con la información resulta un recurso valioso en la toma de decisiones y asignar eficientemente los recursos. Veamos por ejemplo de cómo influye la información en una decisión satisfactoria para el consumidor: si se trata de un medicamento se necesitara saber si produce alergias en el paciente; si se trata de un seguro, se necesitara determinar cuál es su cobertura y el procedimiento a seguir luego de ocurrido el siniestro; del mismo modo, si se trata de la adquisición de acciones habrá que determinar cuál es la situación de la empresa, cuáles han sido los dividendos pagados en los últimos años, que proyectos de crecimiento tiene la misma y si el paquete de acciones que se ofrece concede o no el control de dicha empresa (Nima,).

Cabe comentar que resulta importante la información sobre la seriedad del proveedor en el cumplimiento de sus obligaciones, responsabilidad con la que

³¹ MORALES Alonso. 2007.

honra "su garantía", o si por el contrario, se trata de un agente desprestigiado por sus incumplimientos y faltas.

De manera que resulta valioso negociar y transar en base a información veraz. Evidentemente no es fácil obtenerla en todos los casos, debido a que esta resulta sumamente costosa y, probablemente no todos los agentes tengan la misma cantidad de recursos para poder invertir o comprar información suficiente antes de adoptar una compra de algún bien.

La Asimetría Informativa es una característica intrínseca a cualquier transacción económica, en tanto que siempre en un intercambio de bienes y servicios habrá un actor mejor informado que otro. En efecto, dicho actor suele tener mayor y mejor información sobre los productos y servicios que ofrece en el mercado, lo que genera que ciertas prácticas puedan distorsionar excepcionalmente el buen funcionamiento del mismo.

En términos económicos, la asimetría informativa genera costos de transacción en el mercado, los cuales deben entenderse como aquéllos en los que las partes deben incurrir para llegar a celebrar un contrato que satisfaga de la mejor manera posible sus intereses.

En este sentido, del concepto de Asimetría Informativa se desprenden dos aspectos que se encuentran estrechamente vinculados:

a) Deber de Información

El deber de información de los proveedores debe ser entendido como el derecho de los consumidores a recibir de los proveedores toda la información necesaria y oportuna para tomar una decisión adecuada en la adquisición de un

producto. Stiglitz señala que el objeto del derecho a la información "versa, en esencia, sobre el adecuado conocimiento de las condiciones de la negociación y, en su caso, las características de los productos comercializados.

Del lado del consumidor, es el derecho a obtener los elementos necesarios a fin de posibilitar elecciones o tomas de decisiones favorables a sus intereses. Se trata de la obtención de información necesaria para el actuar responsable en materia de consumo y para proteger al consumidor de mecanismos de venta y prácticas comerciales que puedan influir en sus decisiones tanto como afectar derechos económicos, personales y sociales.

Visto del lado del proveedor, consiste en la obligación de poner en conocimiento de los consumidores toda la información relevante, con la finalidad de que éstos puedan realizar una adecuada decisión de consumo o, más bien, un uso correcto de los bienes y servicios ya adquiridos. Esta información debe cumplir tres requisitos: ser veraz, suficiente (o adecuada) y oportuna.

De esta manera, los problemas de información son entendidos como los casos en que el proveedor omite brindar información relevante o la brinda de manera defectuosa (no exacta- "verdad a medias"- ni oportuna), de tal modo que impide que el consumidor evalúe correctamente la contratación del bien o servicio a adquirir, o que, habiéndolo adquirido, realice un uso inadecuado del mismo.

b) Idoneidad

De otro lado tenemos a la Idoneidad, que constituye otra de las manifestaciones de la asimetría Informativa. Así se presenta un supuesto de falta de idoneidad cuando no existe coincidencia entre lo que el consumidor espera y lo que el

consumidor recibe; naturalmente lo que el consumidor espera depende de la calidad y cantidad de información que le ha brindado el proveedor.

Si la prestación no corresponde a lo esperado por un consumidor razonable, quien justamente ha fundado sus expectativas en la información brindada por el proveedor, éste tendrá que asumir la responsabilidad por la falta de correspondencia entre la prestación ejecutada y la prestación ofrecida (y esperada por el consumidor).

En tal sentido, los bienes o servicios se considerarán idóneos para los fines ordinarios para los cuales suelen adquirirse o contratarse, según el nivel de expectativa que tendría un consumidor razonable, expectativa que, en buena cuenta, depende de lo que le fue informado.

La satisfacción de esa expectativa ya contractualizada es la que garantiza al proveedor a través de su prestación.

Cuando se establece un contrato financiero ³² únicamente si tanto el deudor como el acreedor obtienen un beneficio esperado igual o superior al que podrían obtener en un proyecto alternativo. Esta es la llamada restricción de participación o restricción de racionalidad individual: ningún individuo racional participará en una inversión a pérdida, ni tampoco lo hará si el beneficio no alcanza el umbral determinado por la oportunidad de inversión a la cual se está renunciando por embarcarse en este proyecto particular; este piso de rentabilidad se conoce como costo de oportunidad o rendimiento requerido.

³²BEBCZUK, Ricardo. Información asimétrica en mercados financieros. 2000. p. 15.

En cuanto a la asimetría de la información en los mercados financieros puede observarse:

- a) Selección adversa.** Se dice que un acreedor padece selección adversa cuando no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo al momento de asignar el crédito. Bajo un contrato de deuda y a igualdad de valor esperado, el acreedor prefiere proyectos más seguros y el deudor los más arriesgados. En este contexto los emprendedores de proyectos con riesgo encuentran conveniente ocultar la verdadera naturaleza del proyecto, explotando así la desinformación relativa del acreedor.
- b) Riesgo ético.** Se entiende la habilidad del deudor para aplicar los fondos a un uso distinto al acordado con el acreedor, amparado en la información y control parciales con que cuenta éste último.
- c) Costos de monitorización.** Se vinculan a una acción oculta por parte del deudor, en este caso aprovechando su superioridad informativa para declarar ganancias inferiores a las reales.

La selección adversa aparece antes de que el acreedor desembolse el crédito, en contraste con el riesgo ético y los costos de monitoreo, en los cuales el problema tiene lugar después de concedida la financiación, por lo que resulta necesario contar con las referencias mediante la información, conllevando a un mercado eficiente. (Nima).

3.1.5. Volatilidad

En la actual coyuntura, los mercados vienen describiendo elevada volatilidad, fenómeno que será considerado dado su relevancia a partir de la liberalización financiera y la apertura al mercado de capitales que permitió atraer la inversión extranjera y expandir la capacidad de financiamiento de los proyectos de

inversión, pero al mismo tiempo facilitó la difusión de las crisis financieras originadas dentro o fuera de América Latina, que en la década de 1990 se sucedieron con mayor frecuencia. Esto llevó a estudiar con más detenimiento el impacto de la inestabilidad de los flujos de capital sobre la inversión, por un lado el impacto positivo de los flujos de capital y, por otra, el impacto negativo de su volatilidad.

3.2. Antecedentes Legales

Si bien se dispuso la creación de Conasev, primero como la Comisión Nacional de Valores (CNV) en mayo de 1968, cuyo funcionamiento fue recién el 2 de junio de 1970 mediante Decreto de Ley N° 18302, sin embargo fue en la década del 90, que en el País se implanta reformas importantes en los distintos sectores de la actividad económica y con ello se impulso el mercado de valores dado la apertura de la economía y de la inversión extranjera.

En 1972 mediante el Decreto de Ley N° 19419 se establece la reforma a la empresa privada con el propósito de crear la Comunidad Laboral y permitir a través de ella la participación de los trabajadores en la propiedad, gestión y utilidades de las compañías.

Esta modificación dio origen al Decreto de Ley N°19648 que amplía las facultades de la CNV y la convierte en lo que hoy se conoce como la CONASEV. A partir de ese momento y bajo el amparo del Decreto Ley N° 26126 del 30 de diciembre de 1972 se crea el Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de CONASEV y se le define en su Artículo N° 1 como: "... Institución Pública del Sector Economía y Finanzas cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las

mismas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica...”.

El Mercado de Valores al inicio de los 90s, no fue ajeno a estos cambios, siendo publicado en 1991 el Decreto Legislativo N° 755 Ley del Mercado de Valores, con el fin de impulsar el desarrollo del mercado, muy importante para el fomento de la inversión privada. Se introdujeron importantes cambios orientados a la modernización de los instrumentos e instituciones.

Estos principios fueron recogidos en la actual Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo 861, publicado el 22 de octubre de 1996.

La Ley contempla aspectos como la transparencia del mercado, el mercado primario y secundario, las funciones y características de las bolsas de valores, los intermediarios bursátiles, la liquidación y compensación, las administradoras de fondos mutuos, empresas clasificadoras de riesgo, titulización de activos, de la solución de conflictos y sanciones.

Así la Ley del Mercado de Valores, señala que toda Bolsa debe mantener un Fondo de Garantía con la finalidad exclusiva de respaldar, hasta el límite de dicho fondo.

La reposición a los clientes de las sociedades agentes de:

- Los valores entregados para su venta en mecanismos centralizados que operen en la Bolsa o adquiridos en ellos, o su equivalente en dinero únicamente cuando no sea posible la reposición del valor; y,
- El importe entregado para la compra de valores en los mecanismos centralizados a cargo de la Bolsa o que provengan de ventas efectuadas en ellos.

El fondo de garantía puede ejecutarse cuando:

- La ejecución de la orden no se ajuste a los términos de la misma;
- Los valores o sumas puestas a disposición de la sociedad agente sean utilizadas contraviniendo las disposiciones legales y reglamentarias; y,
- Otros supuestos contemplados en el respectivo reglamento.
- Por operaciones que se realicen fuera de bolsa las sociedades agentes de bolsa otorgan una garantía a CONASEV la cual se ejecutará ante estos incumplimientos.

Asimismo, la Ley del Mercado de Valores dispone la constitución en forma transitoria de un Fondo de Contingencia que servirá para respaldar hasta el límite de dicho fondo, las obligaciones y responsabilidades, derivadas de actividades de Intermediación en el Mercado de Valores que hubieren asumido los agentes de bolsa y las sociedades agentes de bolsa. La administración del Fondo de Contingencia la ejercerán conjuntamente la CONASEV y la Bolsa.

Respecto a la **transparencia** se entiende como la capacidad que tiene un mercado para brindar al inversionista información veraz, suficiente y oportuna sobre los aspectos relacionados con las empresas emisoras, los valores por ellas emitidos así como las transacciones que con ellos se realicen, de manera que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión.

En este sentido, la Ley del Mercado de Valores tiene un Título referido a la Transparencia del Mercado en el que se consideran aspectos como la Obligación de Informar, la Información Reservada, Información Privilegiada y Deber de Reserva.

De otro lado el Decreto Legislativo N° 861 contempla como una alternativa de inversión la creación de los **Fondos Mutuos de Inversión** en Valores y sus Sociedades Administradoras.

Un Fondo Mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública, el mismo que debe ser administrado por una Sociedad Administradora de Fondos Mutuos de Inversión en Valores.

Los Fondos Mutuos permiten a los pequeños y medianos inversionistas, con recursos limitados, acceder a una cartera diversificada de valores, lo que representa una reducción en los riesgos de inversión. Asimismo, cabe destacar que las inversiones se encuentran en manos de personal altamente calificado que cuenta con adecuadas técnicas de análisis y tecnologías.

Últimamente para el proceso de integración de los mercados de Chile, Colombia y Perú- mercado integrado se dicta la Resolución Conasev N° 107-2010-EF/ 94.01.1, 29 de octubre del 2010. Según la Bolsa de valores de Lima, se iniciaría en marzo del presente año (2011) la fusión con la Bolsa de Colombia.

Respecto al mercado integrado, Mercado Integrado Latinoamericano(MILA), comprende la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile), la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima (Perú); junto con los respectivos depósitos de valores de cada país: DCV, Deceval y Cavali, se encuentran adelantando el proceso de integración de su mercado de renta variable; proyecto con el que se espera diversificar, ampliar y hacer más atractiva la negociación de este tipo de activos en los tres países, tanto para los inversionistas locales como para los extranjeros.

El objetivo es la creación de un mercado único de renta variable (acciones) diversificado, amplia y atractiva para los inversionistas locales y extranjeros y

ofrecer valores a todo tipo de inversionistas dentro del marco normativo de cada país, permitiendo la masificación de los mercados bursátiles.

Sus finalidades:

- a) Promover un mayor nivel de integración entre las economías de la región.
- b) Armonizar las prácticas, estándares y normativa de los mercados a la realidad de un mundo globalizado.
- c) Movilizar más inversión hacia la región.
- d) Aumentar la gama de productos en qué invertir.
- e) Ampliar el acceso a capital a nuestras empresas.
- f) Generar un círculo virtuoso de liquidez.

La integración busca el desarrollo del mercado de capitales a través de la integración de los mismos para proporcionar a los inversionistas una mayor oferta de valores y a los emisores mayores fuentes de financiación. El mercado unificado de nuestros países se convertirá en el primero de la región en número de emisores, el segundo en tamaño de capitalización bursátil y el tercero en cuanto a volumen de negociación después de Brasil y México.

Se implementará en 2 fases. Fase I. Facilitar el acceso tecnológico al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros, a través de mecanismos desarrollados por las bolsas y los depósitos, bajo la responsabilidad de un intermediario local en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. Fase II, Integración a través del acceso directo de intermediarios y estandarización de reglas de negociación y definición de un modelo de compensación y liquidación transfronterizo.

La negociación desarrollará:

- Acceso a mercados extranjeros desde el mercado local, a través de un modelo automatizado de enrutamiento intermediado.
- Administración de Bolsa a su propio mercado.
- Negociación bajo reglas del mercado donde estén listados los valores.
- El mercado integrado considerando las operaciones al contado de Renta Variable.

A nivel de inversionistas:

Cualquier inversionista habilitado para invertir en el mercado local, podrá hacerlo en el mercado integrado (dirigido a todo tipo de inversionistas).

A nivel de intermediarios:

- a) El acceso de un intermediario extranjero requiere la suscripción de acuerdos de servicios con intermediarios locales.
- b) Administración de riesgos y control de límites entre intermediarios de los diferentes países.
- c) La relación de los intermediarios de cada país será con la bolsa local, con los depósitos locales y con las autoridades locales.

A nivel de valores y emisores:

- a) Reconocimiento de valores/emisores extranjeros (mercado integrado) para oferta pública en los tres mercados.
- b) La supervisión de los emisores estará a cargo de la autoridad del país en la cual se encuentre inscrito el respectivo emisor y/o valor.
- c) La información relevante o hechos de importancia de los emisores debe estar a disposición de todos los participantes del mercado integrado de manera simultánea.

Según comunicado de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y CAVALI (Lima, 03 de enero de 2011).- anunciaron su retorno al Primer Mercado Integrado Latinoamericano – MILA, luego de la promulgación por parte del Poder Ejecutivo de la Ley N° 29645 que modifica la Ley del Impuesto a la Renta en

aspectos necesarios para la participación de la BVL y el depósito de valores de Perú, Cavali, en el MILA.

Entre ellos se tienen la homologación de la tasa del 5% del impuesto a la renta a la ganancia de capital para el caso de valores locales y extranjeros; la designación de las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) como agentes de retención (que en el caso del mercado peruano es CAVALI ICLV SA); que implica que cuando se trate de ganancias de capital generadas por personas naturales, dicha entidad retendrá el impuesto con carácter de pago a cuenta, aplicando la tasa del 5% de la renta bruta, en el momento en que se efectúe la liquidación y compensación en efectivo, lo cual es importante porque así, el cumplimiento de la obligación tributaria ya no va a descansar exclusivamente en las personas naturales domiciliadas y en sujetos no domiciliados, haciendo más eficiente la recaudación tributaria. Asimismo, la norma establece que en el caso de la retención que efectúan las ICLV de las rentas y ganancias de capital de las cuentas agregadas de una entidad del exterior, los contribuyentes del impuesto serán aquellas personas naturales o jurídicas que aparezcan en el Registro de la entidad del exterior.

Entre las principales disposiciones legales se puede citar:

- Ley del Mercado de Valores- Decreto Legislativo 861, publicado el 22 de octubre de 1996
- LEY N° 27287.- Ley de Títulos Valores
- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema - Ley N° 26702
- Normas generales del mercado de valores
(LEY 29038-2007, LEY 29349-2009, - DL 26126-1992)
- Normas de transparencia
(RC 909-1991-EF/94.10.0, RC 11-2005-EF/94.10, RG 59-2006)
- Normas del mercado primario
(DS 20-2001, RC 27-2007-EF/94.10 , RC 79-2008-EF/94.01.1,)

- Normas del Mercado secundario
(RC 79-1983-EF/94.10 , RC 27-1995-EF/94.10.0, - RC 5-2009-EF/94.01.1)
- Normas de la Bolsa de valores
(RC 21-1984-EF/94.10, - RC 348-1997-EF/94.10 , RC 31-2009-EF/94.01.1)
- Normas de los Intermediarios
(LEY 1-1902, DS 128-2000, RC 4-2007-EF/94.10)
- Normas de la Caja de Valores y Liquidaciones
(RC 31-1999-EF/94.10 , RC 66-2008-EF/94.01.1, RC 62-2007-EF/94.01.1)
- Normas de los Fondos mutuos
(DS 76-2000, RC 628-1997-EF/94.10, - RGG 93-2003-EF/94.11)

3.3. Marco Teórico

El marco del estudio se sustenta en el desarrollo de los mercados y su relación con las operaciones tanto por la oferta como por la demanda, en cuyo comportamiento se basa en la relación riesgos y rentabilidad, por ello que resulta importante destacar la teoría del **Portafolios y Diversificación**. El principal objetivo de la construcción de portafolios es lograr la **diversificación del riesgo**. Supongamos que un inversionista posee solo una acción, la que se llamará empresa A, ¿A qué riesgos se ve enfrentado dicho inversionista? Existen dos fuentes de riesgo; en primer lugar se pueden considerar todos los riesgos que provienen de factores macro de la economía, como la inflación, los ciclos económicos, etc. Todos estos factores influyen en el desempeño de la acción y de todas las empresas en el mercado, y no existen mecanismos para poder predecirlos. Además de los riesgos macro, existe una serie de riesgos

propios de la empresa, como sus resultados en nuevos negocios, su capacidad emprendedora, etc. Estos factores afectan a la empresa A sin tener un impacto mayor en el resto de las empresas de la economía.

Si se considera que el inversionista ahora agrega a su portafolio una segunda acción, de la empresa B, el riesgo que posee su portafolio tendrá ahora el mismo riesgo macro que antes, pero mientras más se diferencien los riesgos específicos de las distintas empresas, la diversificación disminuirá el riesgo del portafolio. Por ejemplo, el precio del principal producto de la empresa A puede caer, lo que afecta negativamente a sus resultados; mientras que el precio de productos de la empresa B puede subir, favoreciendo sus resultados. Los dos efectos se compensan, disminuyendo la volatilidad total del portafolio.

Al agregar más acciones al portafolio, cada vez se podrá tener un riesgo menor dado que los riesgos específicos se compensarán (como en el ejemplo anterior). El límite para la reducción serán los factores macro que afectan a todas las empresas. Por ejemplo, si todas las empresas están influidas por el ciclo económico, no se podrá eliminar ese riesgo.

Estos riesgos son conocidos como riesgo sistémico o no diversificable y riesgo no sistémico o diversificable (riesgo específico de la empresa).

Este análisis se observa en las operaciones en el mercado o de modo empírico, donde se demuestra que el riesgo del portafolio se reduce con la diversificación.

El segundo gran aporte fue por el economista WILLIAM SHARPE, nacido en 1934, que en 1964 publicó el famoso modelo CAPM (*Capital Asset Pricing*

Model, o Modelo de Valoración de Activos de Capital) y que compartió con Markowitz y con Merton Miller el Premio Nobel de Economía en 1990.

En su CAPM Sharpe sigue admitiendo que la desviación típica es una buena medida del riesgo, pero divide el riesgo total de una inversión en suma de dos, el **riesgo de mercado** y el **riesgo específico**. El segundo se puede eliminar sin renunciar a un solo céntimo de beneficio esperado, siempre que cambiemos la inversión por otra apropiada y bien diversificada. De una manera "gráfica" se suele decir que "el mercado no paga absolutamente nada por el riesgo específico". Por ejemplo, y volviendo a la cartera bien diversificada entre pequeñas compañías de la Figura I, si en vez de en esta cartera invertimos en una sola empresa, o en una muestra pequeña de estas empresas, entonces sólo aumentamos el riesgo, pero no debemos esperar obtener ni un solo céntimo más por ello. El "**precio**" que cobramos por este **riesgo específico** adicional "es **cero**".

Contemporáneos de Sharpe que le influyeron de forma importante fueron, entre otros, Lintner, Tobin y Treynor. Pero mención especial es **STEPHEN ROSS**, famoso para los economistas financieros por su modelo APT (*Arbitrage Pricing Theory* o Teoría de la Valoración por Arbitraje).

En su modelo APT Ross extiende parcialmente el modelo de Sharpe, pues, aunque no llega a ningún tipo de equilibrio, el papel del mercado es sustituido por otros factores económicos (inflación no anticipada, precio del petróleo, paridad en tipos de cambio, etc.). Así, el riesgo, que sigue medido por la desviación típica, se descompone en el que es causado por cada uno de los factores más el específico. Esto permite diversificar el riesgo de las carteras de acuerdo a los "factores explicativos de la economía".

Toda la Teoría anterior sobre el Riesgo, medido por la desviación típica, ha sido extendida en los años posteriores, y sigue siendo extendida en nuestros días.

Un concepto importante, alrededor del cual giran los avances más significativos, es el de Factor de Descuento Estocástico (*Stochastic Discount Factor*), que el lector interesado podrá encontrar en los modernos manuales avanzados de Economía Financiera que abordan el problema desde una perspectiva de profunda modelización matemática.

De otro lado el modelo APT (Arbitrage Pricing Theory) de Stephen Ross extiende parcialmente el modelo de Sharpe, pues, aunque no llega a ningún tipo de equilibrio, el papel del mercado es sustituido por otros factores económicos (inflación no anticipada, precio del petróleo, paridad en tipos de cambio, etc). Así, el riesgo, que sigue medido por la desviación típica, se descompone en el que es causado por cada uno de los factores más el específico. Esto permite diversificar el riesgo de las carteras de acuerdo a los "factores explicativos de la economía" (szigethi, Jaime).

La Teoría anterior sobre el Riesgo, medido por la desviación típica, ha sido extendida en los años posteriores, y sigue siendo extendida en nuestros días. Un concepto importante, alrededor del cual giran los avances más significativos, es el de Factor de Descuento Estocástico (*Stochastic Discount Factor*).³³

Como referencia los derivados en la valoración de activos y medición de riesgos, destacan en **1997** los profesores **ROBERT C. MERTON**, de la Universidad de Harvard, y **MYRON S. SCHOLES** de la Universidad de Stanford, que fueron galardonados con el **Premio Nobel de Economía** por su trabajo en colaboración con **FISCHER BLACK**, quien había muerto dos años antes. Conjuntamente habían desarrollado una metodología pionera para la valoración de activos financieros derivados, que posteriormente se había mostrado como una herramienta extraordinariamente potente a la hora de abordar otros muchos problemas financieros, como por ejemplo la gestión de riesgos.

³³ Ross, Stephen, 1976. "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", Journal of Economic Theory, vol. 13, nº. 3, 341-360.

Los activos derivados, entre los que destacan los futuros financieros, que nos permiten fijar el precio de transacciones futuras, bien de activos financieros bien de mercancías, y las opciones, que nos permiten poner cotas a los precios de compras o ventas futuras, son instrumentos muy apropiados para la gestión de riesgos, ya que nos dan una oportunidad para adelantarnos a posibles evoluciones negativas de aquellos activos o bienes que vamos a comprar o vender más adelante. Pero su valoración era un tema muy complejo en la época de Black_Merton_Scholes que los tres autores anteriores resolvieron mediante la utilización de una nueva y muy innovadora metodología: Modelizaron el comportamiento dinámico de los precios y llegaron a una serie de ecuaciones nada fáciles de resolver³⁴.

El aporte importantes del análisis de Black-Merton-Scholes es que el **riesgo** de una cartera de derivados **se debe medir** por las **sensibilidades** de su precio, y no por la desviación típica de su rentabilidad. Estas sensibilidades nos dicen cuánto va a variar el valor de nuestro patrimonio o cartera por unidad de cambio en las cotizaciones de mercado, es decir, cómo va variar nuestra riqueza si el mercado "sube o baja un dolar", por ejemplo. Los gestores del riesgo deberán controlar el valor de las medidas de riesgo, y mantenerlas tan cerca de cero como les sea posible, negociando adecuadamente los activos disponibles en los mercados de capitales.

³⁴ Black, F. y M. Scholes, 1973. The pricing of options and corporate liabilities. The Journal of Political Economy 81, pp. 637-654.

3.4. Marco conceptual

3.4.1. Mercados Financieros y Transacciones

Los Mercados Financieros permiten la interconexión de los ofertantes y demandantes de recursos financieros, a través de Instituciones, normas, costumbres y prácticas de los agentes económicos que intervienen en la canalización de recursos financieros, comprendido en lo que se denomina Sistema Financiero. Los agentes Superavitarios, ofertan sus excedentes (ahorro > inversión) obteniendo activos financieros (prestamista de fondos) o bien reduce sus pasivos amortizando sus instrumentos financieros (deudas). Los

agentes Deficitarios, demandan recursos financieros (inversión > ahorro) a través de instrumentos financieros (prestatario de fondos) o bien reducen sus activos vendiendo sus derechos.

Los activos y pasivos financieros de los Agentes superavitarios y Deficitarios se desarrollan a través de los flujos de fondos que se realizan por la intermediación en los mercados ya sea de dinero o monetario y de capitales que conforman los Mercados Financieros.

El objetivo de los mercados financieros en una economía es asignar eficientemente los ahorros a los usuarios finales. Una economía podría prosperar sin mercados financieros, si aquellas unidades económicas que ahorran fueran las mismas que estuvieran involucradas en la formación de capital. En las economías modernas, las unidades económicas son responsabilizadas en mayor grado para la formación de capital- corporaciones no financieras, invierten en activos reales en una cuantía que está por encima de sus ahorros totales. Las familias por otro lado, tienen ahorros totales que están por encima de sus inversiones. De modo que las transacciones se realizan a través de dos mercados: Mercado de dinero y de capitales, comprendiendo a los mercados de derivados. (Ver figura 10)



Figura 10. Mercados financieros
Fuente: Elaboración propia

Los mercados financieros funcionan organizadamente y normadas a través del sistema financiero, conformado por el conjunto de instituciones bancarias, financieras y demás empresas e instituciones de derecho público o privado. En nuestro país la Superintendencia de Banca y Seguro, supervisa las operaciones en el mercado de dinero que comprende la intermediación financiera indirecta (actividad habitual desarrollada por empresas e instituciones autorizada a captar fondos del público y colocarlos en forma de créditos e inversiones) y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) supervisa las operaciones en el mercado de capitales que comprende la intermediación directa. Los principales intermediarios y reguladores:

A. Intermediarios Financieros:

- Bancos
- Financieras
- Compañía de Seguros
- AFP
- Banco de la Nación
- COFIDE
- Bolsa de Valores
- Bancos de Inversiones
- Sociedad Agentes de Bolsa

B. Entes Reguladores y de Control del Sistema Financiero

a) Banco Central de Reserva del Perú

Encargado de regular la moneda y el crédito del sistema financiero.

Sus funciones principales son:

- Propiciar que las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero, sean determinadas por la libre competencia, regulando el mercado.
- La regulación de la oferta monetaria.
- La administración de las reservas internacionales (RIN).
- La emisión de billetes y monedas.

b) Superintendencia de Banca y Seguro (SBS)

Organismo de control del sistema financiero nacional, controla en representación del estado a las empresas bancarias, financieras, de seguros y a las demás personas naturales y jurídicas que operan con fondos públicos.

Superintendencia de Administración de Fondos de Pensiones (SAFP), organismo de Control del Sistema Nacional de AFP.

c) Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)

Institución Pública del sector Economía y Finanzas, cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas.

En la siguiente figura podemos apreciar de manera detallada la división institucional del sistema financiero en nuestro país. (Ver figura 11)

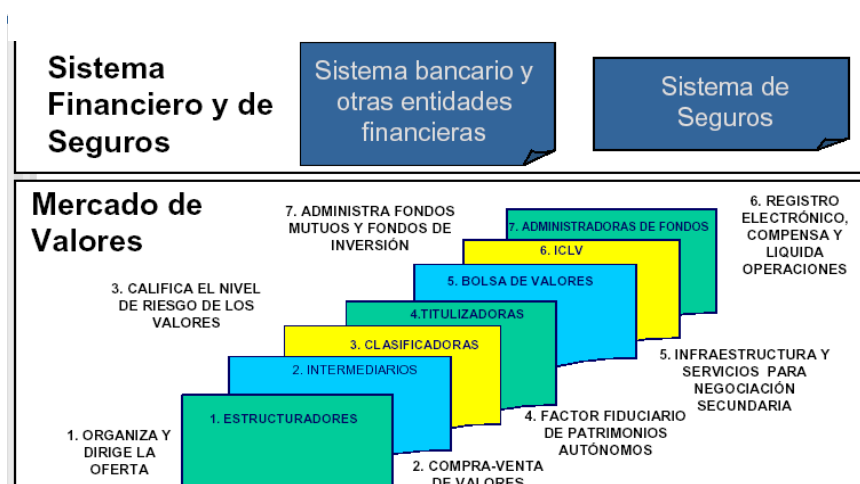


Figura 11. Sector financiero: División institucional
Fuente: CONASEV

3.4.2. Sistema Financiero e Intermediación

El Sistema Financiero Nacional está conformado por las Instituciones Reguladoras, Supervisora, e Intermediarios, estos últimos se encargan de canalizar los recursos de los sectores superavitarios de la economía hacia los sectores deficitarios de la misma.

Los intermediarios financieros transforman fondos en una forma tal que los hagan más atractivos, proporcionan una gran variedad de servicios y de economía de escala que pueden transferirse al prestamista y a la prestataria en la forma de un menor costo de operación. Un instrumento financiero está también en condiciones de adquirir ahorros para adquirir valores primarios de varios tamaños.

El Sistema, vincula a los agentes económicos de la economía doméstica y del mercado internacional y se puede clasificar en: Sistema de Intermediación Indirecta y Sistema de Intermediación Directa.

3.4.2.1. Sistema de Intermediación Indirecta

Se caracteriza porque un mismo agente, “el intermediario”, es el que se encarga de captar y a su vez de colocar los fondos. Entidades intermediarias que captan recursos a tasa pasiva y colocan los recursos a tasa activa.

A través de los intermediarios financieros se transfieren fondos o recursos financieros en una forma tal que se hacen más atractivos la negociación entre los ofertantes y demandantes, así mismo proporcionan una gran variedad de servicios o productos, con característica de economía de escala pudiéndose transferirse a menor costo las operaciones. Las transferencias de recursos se desarrolla a través de denominados instrumentos financieros que dependiendo la condición de ofertante o demandante pueden constituir una Obligación o un Activo.

Podemos dividirlo en dos Sub- sistemas:

- Sub - sistema Bancario y
- Sub- sistema de Seguros.

3.4.2.2. Sistema de Intermediación directa

Se caracteriza por que canaliza recursos en forma directa a través de la utilización de instrumentos financieros – valores desarrollado en el **mercado de capitales**.

El sistema financiero directo es impulsado por el **mercado de valores**, y permite la canalización de los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios, a través de la emisión de valores lo que permite el desarrollo del proceso Ahorro- Inversión.

Entre los roles del mercado de valores resaltan:

- Es una fuente de financiamiento de largo plazo.
- Permite la asignación y canalización de los recursos de ahorro a la inversión.
- Disminuye el costo de intermediación financiera.
- Es una fuente de innovación financiera.
- Permite al agente deficitario acceder a grandes sumas de dinero.
- Permite al inversionista elegir la combinación de rentabilidad esperada y grado de riesgo que desea asumir.

Así pues, todos estos permiten lograr mejores rendimientos, comportamiento que trataremos en el siguiente capítulo.

3.5. Marco doctrinario

Como antecedente doctrinario de mercado se destaca como base a la doctrina clásica de Adam Smith, no obstante los aportes de diferentes pensamientos económicos como el Mercantilismo y la Fisiocracia.

El Mercantilismo, fomentaba el autoabastecimiento de las naciones. Esta doctrina económica imperó en Inglaterra y en el resto de Europa occidental desde el siglo XVI hasta el siglo XVIII. Los mercantilistas consideraban que la riqueza de una nación dependía de la cantidad de oro y plata que tuviese. El conseguir una balanza de pagos con saldo positivo implicaba que los demás

países tenían que pagar la diferencia con oro y plata. Se consideraba importante al estado para generar riqueza.

La Fisiocracia, surge como reacción ante las políticas restrictivas del mercantilismo. A Través del "Tableau Économique" (1758), Quesnay intentaba establecer los flujos de ingresos en una economía, anticipándose a la contabilidad nacional, creada en el siglo XX. Según los fisiócratas, toda la riqueza era generada por la agricultura; gracias al comercio, esta riqueza pasaba de los agricultores al resto de la sociedad. Los fisiócratas eran partidarios del libre comercio y del laissez-faire (doctrina que defiende que los gobiernos no deben intervenir en la economía).

La doctrina clásica, cuyo principal exponente fue Adam Smith, luego Thomas Robert Malthus y David Ricardo, y culmina con la síntesis de John Stuart Mill.

Sus conceptos principales estaban relacionados con la defensa de la propiedad privada y la libre competencia. Como decía Mill, que "sólo a través del principio de la competencia tiene la economía política una pretensión de ser ciencia".

Consideraban que el estado no debería intervenir en la economía y permitir que la famosa "mano invisible", hiciera posible que el bienestar social se alcanzara mediante la búsqueda individual del interés personal.

Respecto a los mercados, los clásicos aceptaban la ley de SAY que sostiene que el riesgo de un desempleo masivo en una economía competitiva es despreciable, porque la oferta crea su propia demanda, limitada por la cantidad de mano de obra y los recursos naturales disponibles para producir.

Escuela Marxista, cuyo exponente fue Carlos Marx parte de las concepciones de los clásicos, especialmente de A. Smith y David Ricardo, para esbozar una teoría que trata de explicar el funcionamiento de la economía capitalista.

Marx adoptó la teoría del valor trabajo de Ricardo. Con algunas matizaciones, Ricardo explicó que los precios eran la consecuencia de la cantidad de trabajo que se necesitaba para producir un bien. Marx, esbozó la teoría del valor trabajo, donde explicaba que los capitalistas se apropiaban del plus valor generado en la sociedad y que no se reconocía a los trabajadores en su pago. Las empresas más eficientes evidentemente lograrán mayor productividad y podrán apropiarse de los excedentes producidos, en relación a los promedios generados en la sociedad. Esta forma de apropiación denominado plusvalía, representaba la clave del modo de proceder del capitalismo, la causa de todos los abusos y de toda la explotación generada por un sistema injusto.

Así, el principal conflicto, según Marx, se producía entre la denominada clase capitalista, que detentaba la propiedad de los medios de producción (fábricas y máquinas) y la clase trabajadora o proletariado, que no tenía nada, salvo sus propias manos.

La explotación, por lo tanto, se mide por la capacidad de los capitalistas para pagar sólo salarios de subsistencia a sus empleados, obteniendo de su trabajo un beneficio (o plusvalía), que era la diferencia entre los salarios pagados y los precios de venta de los bienes en los mercados.

Producto de su análisis, considera que el sistema capitalista desaparecería debido a que su tendencia a acumular la riqueza en unas pocas manos provocaría crecientes crisis debidas al exceso de oferta y a un progresivo aumento del desempleo, lo que llevaría a la instauración de una sociedad socialista, donde el estado tendría un papel fundamental en la distribución de los recursos (“ a cada cual de acuerdo a su capacidad”), para posteriormente, en un período más avanzado, el estado deje de tener razón para subsistir, pasándose a una nueva etapa de la sociedad, el comunismo, donde el estado

ya no existiría para distribuir la riqueza (“a cada cual de acuerdo a su capacidad”).

La Escuela Neoclásica, surge a partir de la década de 1870 los economistas neoclásicos como William Stanley Jevons en Gran Bretaña, Léon Walras en Suiza, y Karl Menger en Austria. Plantearon una nueva forma de analizar la economía, abandonaron las limitaciones de la oferta para centrarse en la interpretación de las preferencias de los consumidores en términos psicológicos.

Empiezan a evaluar la formación de precios en base al estudio de la utilidad o satisfacción obtenida con la última unidad, o unidad marginal, consumida. Ello diferencia el pensamiento de los clásicos que explicaban la formación de precios en función de la cantidad de trabajo necesaria para producir los bienes (teorías de Ricardo y de Marx) y partían de la intensidad de la preferencia de los consumidores en obtener una unidad adicional de un determinado producto. Alfred Marshall, en su obra Principios de Economía (1890), explicaba la demanda a partir del principio de utilidad marginal, y la oferta a partir del costo marginal (costo de producir la última unidad).

En los mercados competitivos, las preferencias de los consumidores hacia los bienes más baratos y la de los productores hacia los más caros, se ajustarían para alcanzar un nivel de equilibrio. Ese precio de equilibrio sería aquel que hiciera coincidir la cantidad que los compradores quieren comprar con la que los productores desean vender.

Este equilibrio también se alcanzaría en los mercados de dinero y de trabajo. En los mercados financieros, los tipos de interés equilibrarían la cantidad de dinero que desean prestar los ahorradores y la cantidad de dinero que desean pedir prestado los inversores.

En los mercados de trabajo competitivos, los salarios pagados representan, por lo menos, el valor que el empresario otorga a la producción obtenida durante las horas trabajadas, que tiene que ser igual a la compensación que desea recibir el trabajador a cambio del cansancio y el tedio laboral.

La doctrina neoclásica plantea que se debe dejar que operen los mercados en base a la libre oferta y demanda, por lo que el estado no debe de participar en el mismo, puesto que alteraría las leyes del mercado.

A los neoclásicos no les preocupa la causa de la riqueza, explican que la desigual distribución de ésta y de los ingresos se debe en gran medida a los distintos grados de inteligencia, talento, energía y ambición de las personas.

Por lo tanto, el éxito de cada individuo depende de sus características individuales, y no de que se beneficien de ventajas excepcionales. Pensamiento Keynesiano, expuesto por John Maynard Keynes, alumno de Alfred Marshall y defensor de la economía neoclásica hasta la década de 1930. La Gran Depresión sorprendió a economistas y políticos por igual.

En su obra: Teoría general (1936), Keynes planteaba un axioma central que puede resumirse en dos grandes afirmaciones: (1) las teorías existentes sobre el desempleo no tenían ningún sentido; ni un nivel de precios elevado ni unos salarios altos podían explicar la persistente depresión económica y el desempleo generalizado; (2) por el contrario, se proponía una explicación alternativa a estos fenómenos que giraba en torno a lo que se denominaba demanda agregada, es decir, el gasto total de los consumidores, los inversores y las instituciones públicas.

Cuando la demanda agregada es insuficiente, decía Keynes, las ventas disminuyen y se pierden puestos de trabajo; cuando la demanda agregada es alta y crece, la economía prospera.

Por lo tanto, las fuerzas motoras de la economía son los inversores (los empresarios) y los gobiernos. Durante una recesión, y también durante una depresión económica, hay que fomentar la inversión privada o, en su defecto, aumentar el gasto público.

Si lo que se produce es una ligera contracción, hay que facilitar la concesión de créditos y reducir los tipos de interés (substrato fundamental de la política monetaria), para estimular la inversión privada y restablecer la demanda agregada, aumentándola de forma que se pueda alcanzar el pleno empleo.

Si la contracción de la economía es grande, habrá que incurrir en déficit presupuestarios, invirtiendo en obras públicas o concediendo subvenciones a fondo perdido a los más perjudicados. Es decir, el estado tendrá un papel importante en la regulación de los mercados.

Esta concepción no pudo explicar la crisis de los años 80, donde se juntaron recesión e inflación., posibilitando que las concepciones neoliberales aplicaran sus conceptos a la economía, hasta la actual crisis desarrollada en los países desarrollados, donde nuevamente se está replanteando el papel del estado en la economía.

La síntesis neoclásica, surge entre los nuevos Clásicos versus Nuevos Keynesianos, Actualmente existen en debate dos corrientes económicas. Una cree que los mercados funcionan mejor si no se interviene en ellos, los monetaristas, los nuevos clásicos-; la otra cree que la intervención del gobierno puede mejorar notablemente el funcionamiento de la economía -keynesianos, nuevos keynesianos.

El aporte de ambas concepción está dado por los refinamientos que vienen haciendo a las bases de la teoría económica -desarrolladas principalmente por las escuelas clásica, neoclásica y keynesiana-, bases que han dado forma al

núcleo teórico hoy vigente y a partir del cual los gobiernos fundamentan sus políticas económicas.

De esta forma, en los años sesenta el debate entre estas dos tradiciones involucraba por un lado a los monetaristas, encabezados por Milton Friedman, y del otro a los seguidores de Keynes, entre ellos Franco Modigliani y James Tobin.

Thomas Sargent, Robert Barro, Edward Prescott y Neil Wallace, que comparten con Friedman muchos puntos de vista sobre política económica. Conciben el mundo como un lugar donde los individuos actúan racionalmente buscando su propio interés en mercados que se ajustan rápidamente a condiciones cambiantes. Para ellos, la intervención del gobierno sólo consigue empeorar las cosas.

Pero si bien los nuevos clásicos siguen teniendo una gran influencia en la economía actual, en los ochenta surgió una nueva generación de académicos, los nuevos keynesianos, formados en la tradición keynesiana, aunque han ido más allá de la misma. Se destacan en esta corriente George Akerlof, Janet Yellen, Oliver Blanchard, Greg Mankiw, Larry Summers y Ben Bernanke, ellos no creen que los mercados se vacíen siempre, sino que intentan comprender y explicar exactamente por qué puede ser que esto no ocurra.

La reciente crisis mundial, mantiene abierto el debate sobre el papel del estado con respecto al mercado.

CAPITULO IV

PRESENTACIÓN, ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

4.1. Mercados financieros, sistema financiero y mercado de valores

Los Mercados financieros son ámbitos determinados por la oferta y la demanda de “Instrumentos financieros denominados también activos financieros” como medios representativos de dinero y de capitales, los mismos que son transados entre agentes económicos superavitarios (con excedentes de recursos) y deficitarios (con necesidades de recursos) de acuerdo a determinadas tasas de interés. La característica principal es la de ser transparente, libre, amplio, abierto e integrado.

En las transacciones financieras se originan los activos y obligaciones financieras de personas naturales, jurídicas y gobiernos producto de sus inversiones o depósitos de ahorros y de préstamos de capitales, durante un cierto período de tiempo. Los activos financieros se diferencian de las inversiones en activos reales, por que estas últimas corresponden a bienes de capital- físico para actividades productivas de bienes o productos. Si los ahorros fueran iguales a la inversión de todas las unidades económicas en un País durante todo tiempo, no habría financiación externa, no existirían activos financieros o instrumentos financieros y no funcionarían ni el mercado monetario ni el mercado de capitales.

En una economía como un todo, se suministran fondos por unidades económicas llamadas “Superávit de Ahorros”, cuyos ahorros exceden sus inversiones en activos reales, a unidades “Deficitarias en Ahorro”, cuya inversión en activos reales excede sus economías. Este intercambio de fondos se evidencia por medio de papeles que representan un activo financiero para el que tiene y una obligación financiera para el que emite, desarrollándose el proceso de Ahorro -Inversión.

Dada la elevada competitividad y el desarrollo de la tecnología de las telecomunicaciones, el objetivo de los mercados financieros en una economía es asignar eficientemente ahorros a los usuarios finales. Una economía podría prosperar sin mercados financieros, si aquellas unidades económicas que

ahorran fueran las mismas que estuvieran involucradas en la formación de capital. En las economías modernas, sin embargo, las unidades económicas responsabilizadas en mayor grado para la formación de capital-corporación no financiera, invierten en activos reales en una cuantía que está por encima de sus ahorros totales.

Las familias por otro lado, tienen ahorros totales que están por encima de sus inversiones. A mayor diversidad de los patrones de los ahorros deseados y de las inversiones entre las unidades económicas, será mayor la necesidad para tener mercados financieros eficientes que canalicen los recursos de las economías al menor costo posible y/o inconveniencia para los dos.

4.1.1. Mercados financieros y transacciones

Los Mercados permiten la interconexión de los ofertantes y demandantes de recursos financieros, a través de Instituciones, normas, costumbres y prácticas de personas que intervienen en la canalización de recursos financieros. Los agentes Superavitarios, ofertan sus excedentes (ahorro > inversión) obteniendo activos financieros (prestamista de fondos) o bien reduce sus pasivos amortizando sus instrumentos financieros (deudas). Los agentes Deficitarios, demandan recursos financieros (inversión > ahorro) a través de instrumentos financieros (prestatario de fondos) o bien reducen sus activos vendiendo sus derechos. Estos pueden ser personas, empresas y gobierno, descrito en la figura 12:

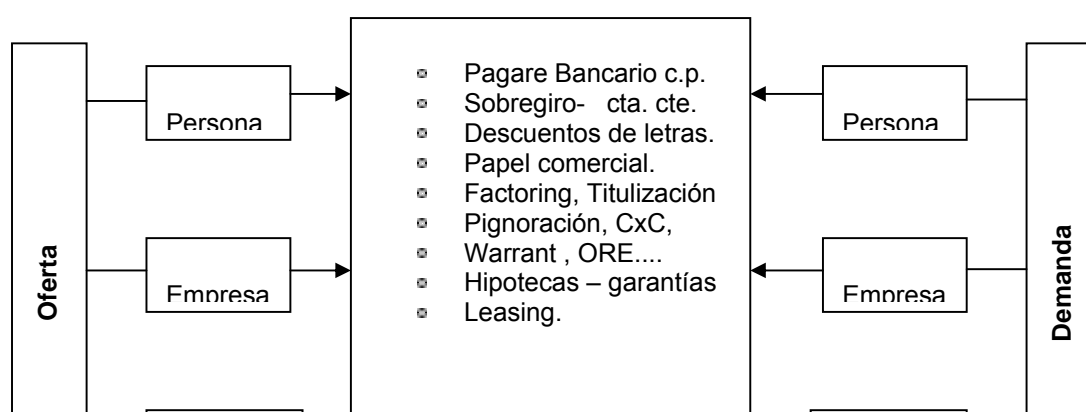


Figura 12. Mercados financieros e instrumentos

Fuente: Elaboración propia

Las transacciones de diversos instrumentos determinan “los activos y pasivos financieros” entre los Agentes superavitarios y Deficitarios y se desarrollan a través de los flujos de fondos mediante la intermediación en los mercados ya sea de dinero o monetario y de capitales que conforman los Mercados Financieros. El objetivo de los mercados financieros en una economía es asignar eficientemente los ahorros a los usuarios finales. Una economía podría prosperar sin mercados financieros, si aquellas unidades económicas que ahorran fueran las mismas que estuvieran involucradas en la formación de capital. En las economías modernas, las unidades económicas son responsabilizadas en mayor grado para la formación de capital-corporaciones no financieras, invierten en activos reales en una cuantía que está por encima de sus ahorros totales. Las familias por otro lado, tienen ahorros totales que están por encima de sus inversiones. De modo las transacciones se realizan a través de dos mercados: Mercado de dinero y de capitales, este último se viene desarrollando a través de derivados y Futuros.

El mercado de dinero, comprende la oferta y demanda fondos de corto plazo, orientado a cubrir necesidades inmediatas y de carácter temporal como gastos operativos. En este mercado intervienen activamente, los Bancos Comerciales y las Instituciones Financieras.

Los Mercados de capitales, comprende las transacciones de instrumentos de mediano y largo plazo, de allí su denominación de “instrumentos representativos de capital y de deuda” destinado a las inversiones, como infraestructura, reposición maquinarias, equipos o bienes de capital, o proyectos de inversión, que implica un periodo de maduración para el retorno del capital o recursos invertidos. Estos mercados financieros podemos describirlos en la figura 13:

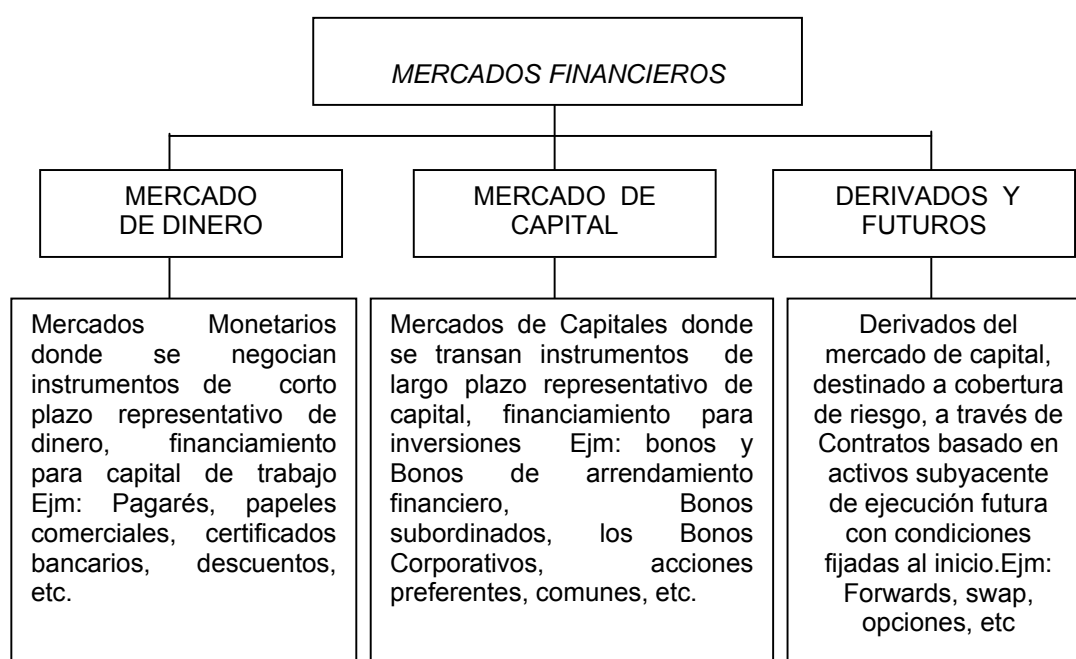


Figura 13. Mercados financieros

Fuente: Elaboración propia

4.1.2. Sistema Financiero Nacional e intermediarios

El Sistema Financiero Nacional está conformado por las Instituciones Reguladoras, Supervisoras e Intermediarios, cuyo rol es la canalización de los recursos de los sectores superavitarios a los sectores deficitarios, facilitando el desarrollo del proceso de Ahorro-Inversión, y a la actividad económica del país.

Los intermediarios financieros transfieren fondos a través de distintos medios estructurados que transados como productos financieros que los hacen más atractivos, proporcionan una gran variedad de servicios y de economía de escala que pueden transferirse al prestamista y al prestatario en la forma de un menor costo de operación. Un instrumento financiero está también en condiciones de adquirir fondos- ahorros para adquirir valores primarios de diferentes tipos.

El Sistema, vincula a los agentes económicos de la economía doméstica y del mercado internacional a través de la intermediación, clasificado en: Sistema de Intermediación Indirecta y Sistema de Intermediación Directa.

4.1.2.1. Sistema de Intermediación Indirecta

Se caracteriza porque un mismo agente o “el intermediario”, es el que se encarga de captar y a su vez de colocar los fondos. Los intermediarios son generalmente “entidades intermediarias” que captan recursos a tasas pasivas y colocan los recursos a tasas activas.

A través de los intermediarios financieros se transfieren fondos o recursos financieros en una forma tal que se hacen más atractivos la negociación entre los ofertantes y demandantes, así mismo proporcionan una gran variedad de servicios o productos, con característica de economía de escala pudiéndose transferirse a menor costo las operaciones. Las transferencias de recursos se desarrolla a través de denominados instrumentos financieros que dependiendo

la condición de ofertante o demandante pueden constituir una Obligación o un Activo. Este proceso de intermediación podemos subdividirlo en 2 Subsistemas:

- ▣ Subsistema Bancario: Banco de la Nación y Bancos Múltiples – Comerciales.
- ▣ Subsistema No Bancario: COFIDE, Financieras, Almaceneras, Compañías de Seguros, Empresas de Arrendamiento Financiero, Micro financieras, AFPs.

Acerca de las Compañías Aseguradoras, son intermediarios cuya función primaria consiste en permitir a familias y empresas cubrir riesgos mediante la compra de contratos llamados pólizas de coberturas por una compensación monetaria si ocurren eventos específicamente estipulados. Las Empresas de Arrendamiento Financiero, son especializadas en ofertar un sistema de financiamiento mediante alquiler de bienes de capital con opción de compra. La empresa que necesita un determinado bien trata con el proveedor una vez decide su adquisición acude a una sociedad o empresa de leasing, esta, compra el bien al proveedor y se la arrienda a la empresa pactando una opción de compra, cuyo arriendo es irrevocable a continuar arrendando el equipo hasta el fin del periodo convenido.

Las Micro financieras, son intermediarios dedicados a ofertar financiamiento a la microempresas, las cuales son:

- ▣ Cajas Rurales,
- ▣ Cajas municipales y
- ▣ Edpymes

4.1.2.2. Sistema de Intermediación directa

Se caracteriza por que canaliza recursos en forma directa a través de la utilización de instrumentos financieros – valores desarrollado en el **mercado de capitales**.

El sistema financiero directo es impulsado por el **Mercado de Valores**, y permite la canalización de los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios, a través de la emisión de valores lo que permite el desarrollo del proceso Ahorro- Inversión. Rol del mercado de valores, es una alternativa al financiamiento, al permitir la asignación y canalización de los recursos de ahorro a la inversión. Asimismo, entre otras de sus características se observa:

- ▣ Disminuye el costo de intermediación financiera.
- ▣ Es una fuente de innovación financiera.
- ▣ Permite al agente deficitario acceder elegir la combinación de rentabilidad esperada y grado de riesgo que desea asumir, logrando así mejores rendimientos.

Este mercado de valores se desarrolla a través de dos mercados:

- a) **Mercado de Primario.-** Es el mercado de primeras emisiones de valores de renta fija y de renta variable. Aquí se realiza la primera colocación de los valores emitidos, ya sea por empresas privadas o públicas, con la finalidad de obtener recursos frescos para la constitución del capital, ampliación del mismo o la realización de nuevas inversiones.
- b) **Mercado Secundarios.-** Es el mercado en el cual se realizan transferencias de los valores ya emitidos y colocados en el Mercado primario, cuya característica es la de proveer de **liquidez** a los poseedores o tenedores de valores como acciones, bonos, etc. Conocido como mercado Bursátil.

c) Mercado Bursátil.- Se realizan las operaciones de compra y venta de los valores ya emitidos en el mercado primario y que bajo las normas de un mercado libre, las cotizaciones de los valores se fijan de acuerdo a la oferta y la demanda en un marco de transparencia de la información, disponible para todos los intervinientes. La entidad que acoge y centraliza las operaciones bursátiles en el sistema Financiero Nacional es la Bolsa de Valores de Lima a través de su mecanismo denominado Rueda de Bolsa.

d) Mercado Extrabursátil.- Es donde se realizan las operaciones de compra venta de valores fuera del ámbito de las normas y reglas que rigen el mercado bursátil.

Respecto a la negociación en el mercado de valores se hace a través de las Sociedades Agente de Bolsa –SABs, pudiendo hacerlo en Bancos pero estos lo hacen a través de su SAB, Banco de Inversión, intermediarios del mercado de valores supervisados y controlados por la CONASEV.

4.1.3. Mercado de dinero y el crédito

El mercado de dinero se desarrolla a través de un mismo agente o “el intermediario”, que es el que se encarga de captar y a su vez de colocar los fondos, de allí que viene la característica en su negociación de intermediación indirecta. Una de las operaciones de mayor importancia económica es las colocaciones, que se conoce como el **crédito**, que es un préstamo concedido a un cliente a cambio de una promesa de pago del préstamo incluido el interés pactada en una fecha futura indicada en un contrato. Dicha cantidad debe ser devuelta con un monto adicional (intereses), que depende de lo que ambas partes hayan acordado. El monto del préstamo y los intereses que las empresas deben pagar dependerán de factores diversos, como su capacidad de pago en la fecha pactada, su historial crediticio es decir si anteriormente han sido

buenos pagadores, y de las garantías o avales con las que cuente, por citar algunos puntos que analizan las instituciones bancarias y financieras antes de efectuar un desembolso (Aguilar, S). Así los elementos de un crédito que constituyen las colocaciones de la intermediación indirecta. (Ver gráfico 14)



Figura 14. Elementos en los créditos

Fuente: Elaboración propia

La palabra «crédito» proviene de la voz latina *creditum* (confianza), y como se puede deducir, se basa fundamentalmente en la confianza que se deposita en una persona a la que se llama deudor.

La confianza no tiene por qué ser absoluta, pero debe existir en cierto grado y complementarse con las garantías tomadas para asegurar la recuperación del préstamo.³⁵ Las operaciones de préstamos o colocaciones las realizan las diferentes instituciones intermediarias del sistema financiero denominado bancario y no bancario como los bancos, financieras y microfinancieras como las cajas municipales, cajas rurales, empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYME), cooperativas de ahorro y crédito y hasta en ONG's.

Los Bancos, es aquella cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en

³⁵ Guía para el desarrollo de la pequeña y micro empresa (2008) Proinversión. Lima

conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlos a operaciones sujetas a riesgos de mercado.

De otro lado la **Caja Municipal de Ahorro y Crédito (CMAC)**, Capta recursos del público y su especialidad consiste en realizar operaciones de financiamiento, de preferencia a las pequeñas y microempresas. Usualmente solicita garantías prendarias que deben representar por lo menos tres veces el importe del préstamo. La **Caja Rural de Ahorro y Crédito (CRAC)**, capta recursos del público y su especialidad consiste en otorgar financiamiento preferentemente a la mediana, pequeña y microempresa del ámbito rural. Para financiamiento, solicitan entre otros documentos, licencia municipal, título de propiedad y estados financieros. La **Empresa de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa (EDPYME)**, su especialidad consiste en otorgar financiamiento preferentemente a los empresarios de la pequeña y microempresa. Se diferencian de las Cajas Municipales y Rurales porque no pueden captar depósitos del público. Las Edpymes surgieron para promover la conversión de Organizaciones no Gubernamentales – ONG- en entidades reguladas. La **Cooperativa de Ahorro y Crédito (COOPAC)**, es una empresas de propiedad conjunta, autónoma frente al Estado y democráticamente administradas. Se constituye en forma libre y voluntaria, por medio de la asociación de personas, con la finalidad de atender las necesidades financieras, sociales y culturales de sus miembros.

Las cooperativas fomentan el ahorro en sus diversas modalidades, además de brindar otros servicios financieros a sus socios. Son una verdadera opción de apoyo mutuo y solidario frente a la crisis, porque agrupan a personas comunes que están al margen del sistema financiero tradicional. Los socios forman un fondo común destinado a otorgar créditos que alivien sus necesidades urgentes o de inversión. Asimismo la **Organización no gubernamental (ONG)**, que brindan servicios financieros y que se han especializado en brindar apoyo a los empresarios de la MYPE de zonas urbanas y rurales. Las instituciones que ofertan préstamos podemos graficarla:

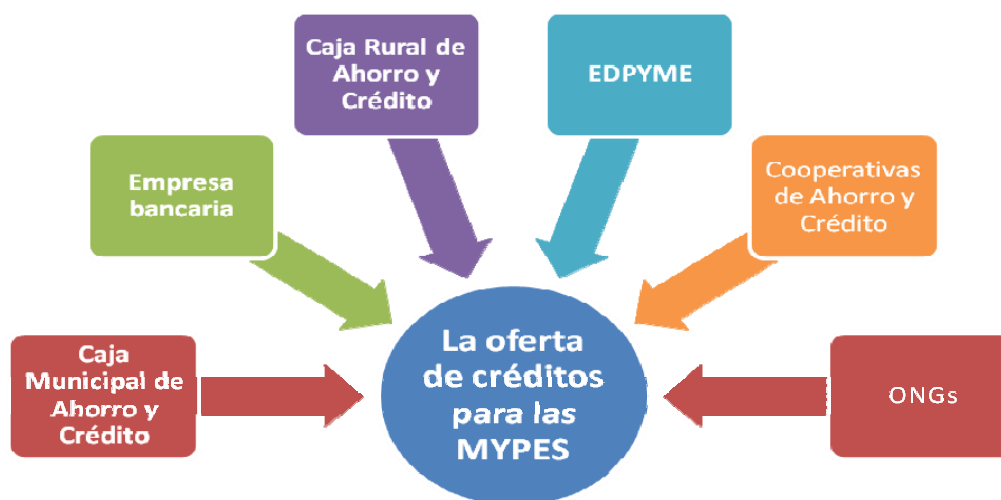


Figura 15. Entidades que ofertan crédito

Fuente: Elaboración propia

4.1.4. Operaciones y evaluaciones crediticias

Las instituciones financieras mantienen una organización especial para manejar las operaciones crediticias que les son presentadas por empresas o personas que requieren de apoyo financiero. Por lo general, la División de Negocios y la División de Riesgos son las que intervienen en la evaluación de un crédito.

La División de Negocios se encarga de manejar la relación con el cliente, la que incluye la promoción de los productos financieros y la captación de las empresas y personas interesadas en buscar financiamiento. Los funcionarios encargados de esta labor son denominados funcionarios de créditos.

Es bueno saber que de ellos no depende el otorgamiento del apoyo financiero solicitado. Esta labor recae en la División de Riesgos a través de sus analistas, los cuales son llamados analistas de riesgos. Si bien a primera vista puede parecer un poco extraño que alguien que no conoce la empresa (el analista de riesgos) tenga la responsabilidad de decidir la entrega del préstamo, ya no lo es, si entendemos que lo que se busca con este tipo de organización, es que el

sectorista o funcionario de negocios no sea “juez y parte” en la decisión que debe ser objetiva. Para ponerlo en términos de una empresa no financiera, lo que se quiere evitar es que el vendedor decida sobre la conveniencia de entregar o no el crédito solicitado y que más bien esta decisión la tome el departamento de créditos y cobranzas de la organización. Sin embargo, es también cierto que en algunas entidades financieras la evaluación del cliente la realiza el funcionario de créditos; pero bajo parámetros definidos y la estrecha supervisión de la División de Riesgos.

Conocida la manera como se organizan las instituciones financieras para otorgar apoyo financiero a sus clientes; a continuación se detalla la forma como evalúan las solicitudes de crédito que les son presentadas. La evaluación del riesgo crediticio es el proceso de análisis que busca determinar si el préstamo evaluado será un buen crédito, lo que implica encontrar una respuesta a estas dos preguntas: ¿Pagará? y ¿Pagará a tiempo?

Antes de proceder a responder estas preguntas, lo cual se hace elaborando un reporte denominado Propuesta de Crédito, el primer paso es acopiar toda la información posible acerca del solicitante. Este paso tiene bastante lógica pues mientras más conozca a su cliente menos riesgo existirá que el crédito otorgado no sea pagado.

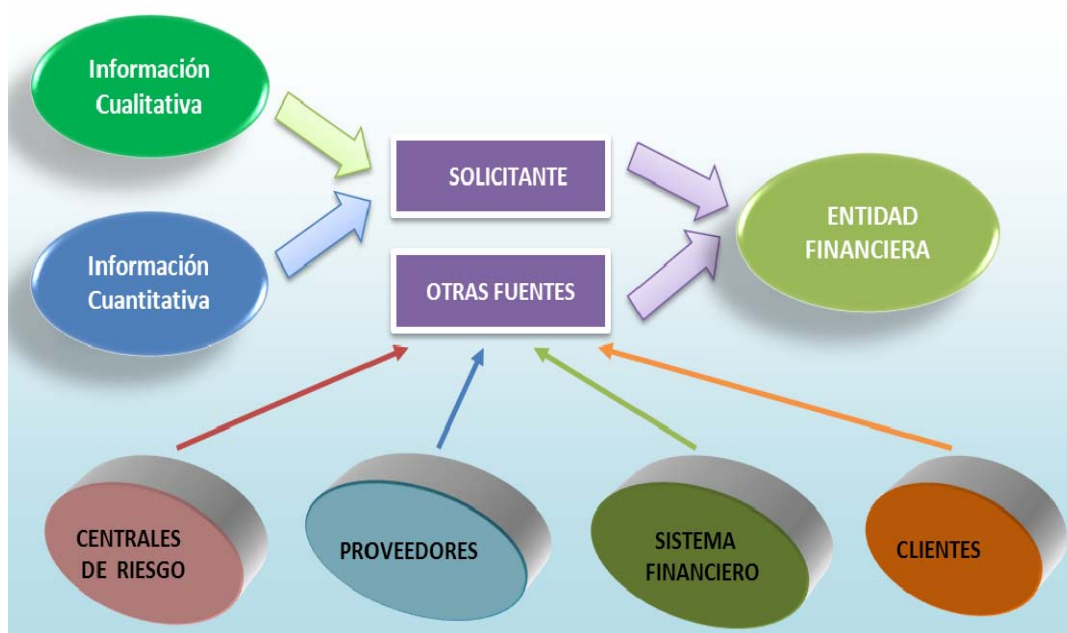


Figura 16. Evaluación del riesgo crediticio del solicitante

Fuente: Elaboración propia

Tal como se puede ver existen dos grandes fuentes donde conseguir la información. La primera y de lejos la más importante, es el cliente mismo, de quien se obtendrá información de dos tipos: cualitativa y cuantitativa. La primera se refiere básicamente a:

- **Información de tipo general y legal:** ¿Quiénes son sus accionistas? ¿Quiénes la operan? ¿Tiene inscripción en los Registros Públicos? ¿Quiénes son sus representantes?, ¿Tiene RUC? ¿En qué régimen tributario está?
- **Operacional:** ¿En qué sector está? ¿Cuánto vende? ¿Quiénes le compran?, ¿Quiénes le venden?

- **Patrimonial:** ¿Qué activos utilizan para el negocio? ¿Qué activos adicionales tienen la empresa o los accionistas que no están comprometidos en el negocio?
- **Crediticia:** ¿Qué instituciones financieras le prestan apoyo y por cuánto? ¿Qué proveedores le entregan crédito y en qué condiciones?

Todo lo anterior estará, probablemente, requerido en el formato que la entidad financiera hará completar cuando se presente la solicitud y cuyo contenido mínimo está normado por la SBS.

Adicionalmente, habrá que adjuntar las copias de los testimonios de constitución de la empresa, el RUC, los DNI de los representantes, los poderes de estos debidamente inscritos en Registros Públicos, así como una declaración jurada patrimonial.

En cuanto a la información de tipo cuantitativo, se solicitan los *Estados Financieros* (Balance y Estado de Pérdidas y Ganancias), *Flujo de Caja* y los comprobantes de pago del IGV e impuesto a la renta. En el caso de los Estados financieros y el flujo de Caja si la empresa no los tiene, el funcionario de crédito los puede elaborar conjuntamente con la empresa.

Que el cliente sea la principal fuente de información tiene sus ventajas y desventajas. Una ventaja es que la entidad financiera le preguntará lo que realmente le interesa conocer; pero, la desventaja es que el solicitante contestará lo que él quiera que se sepa y esconderá cualquier otro tipo de información que crea lo pueda perjudicar. Sin embargo, esto no invalida la importancia del cliente como fuente de información, pues la institución financiera cruza los datos obtenidos con las otras fuentes que tiene a su disposición.

Por tal motivo, existen otras fuentes de información diferentes al cliente y son, en orden de importancia: Centrales de Riesgo, Proveedores, Sistema financiero y Clientes. El uso que haga la institución financiera de estas fuentes será selectivo y dependerá en mucho del monto del crédito, así, de todas maneras recurrirá a las Centrales de Riesgo, para recabar información acerca del cumplimiento de pago que ha tenido el solicitante con otras obligaciones contraídas en el pasado. Por ejemplo, se puede determinar que este cliente no tiene cuentas cerradas, no registra tarjetas de crédito anuladas, no le han protestado letras aceptadas, no registra deudas provenientes de préstamos de consumo, no tiene documentos morosos, no debe impuestos a la SUNAT, no protestó ninguna de las letras que giro y mantiene deudas por “X” soles en el sistema financiero peruano. Si se considera que esta información no es suficiente, se procederá a preguntar vía telefónica, a los proveedores y acreedores financieros del solicitante acerca del cumplimiento con las obligaciones contraídas con ellos y, por último, aunque no es muy común, se podrá recurrir a los clientes del solicitante para preguntarles acerca de su seriedad como proveedor.

Respecto a la **evaluación de solicitudes de crédito**, es la visita que se realizará a las instalaciones de la empresa o al local comercial donde funciona el negocio. La visita cumple con dos propósitos, ambos igualmente importantes: el primero, es levantar cualquier duda o solicitar aclaración acerca de la información cualitativa o cuantitativa entregada y el segundo, tiene que ver con la inspección in-situ de los activos y actividades de la empresa.

Una vez recabada la información necesaria se realiza el análisis crediticio correspondiente. Recordemos que lo que quiere la entidad financiera es responder dos preguntas: 1) ¿Querrá pagar? y 2) ¿Podrá pagar?

En el gráfico siguiente se puede ver esquemáticamente, el proceso que siguen las instituciones financieras cuando evalúan las solicitudes de apoyo financiero presentadas por sus clientes:

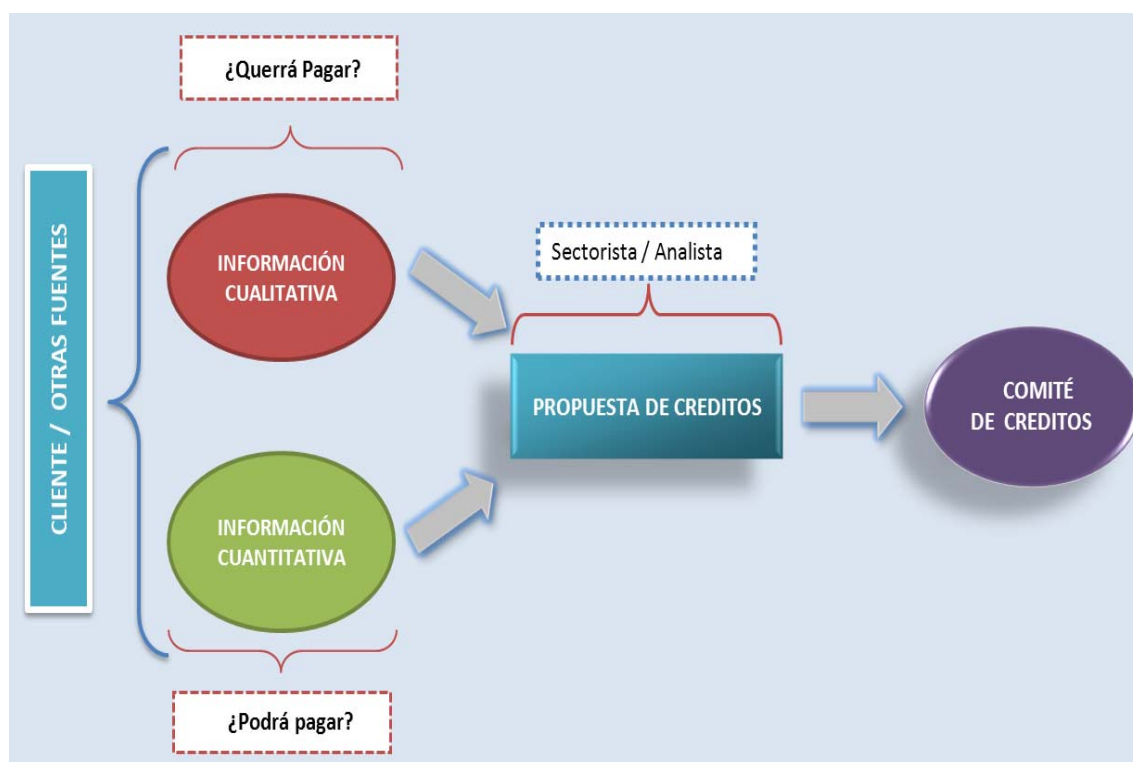


Figura 17. Proceso de evaluación de solicitudes de crédito
 Fuente: **Elaboración propia**

Para contestar a la primera pregunta, el evaluador, sea el sectorista o el analista de riesgo, se basará en el historial crediticio tanto de la empresa solicitante como de los accionistas, la experiencia de la plana directiva, los años que tienen en el negocio y el sector donde se desenvuelven las actividades del solicitante del crédito. En otras palabras, utilizará de manera significativa la información cualitativa reunida. De importancia fundamental en este análisis, es la solvencia moral y el cumplimiento de pago en las obligaciones contraídas en el pasado.

La respuesta a la segunda pregunta, se basa en el análisis de la información cuantitativa presentada por el solicitante. El estudio de los estados financieros (Balance y Estado de Pérdidas y Ganancias) y el Flujo de Caja toman importancia fundamental, dado que el pago del préstamo solicitado sólo será posible si las actividades de la empresa o persona generan el efectivo suficiente, para luego de cubrir todos sus costos alcance para cancelar sus deudas. Para las instituciones del sistema financiero es importante que el prestatario demuestre que está en capacidad de pagar puntualmente el préstamo solicitado, es decir que tenga “capacidad de pago”.³⁶

El resultado del análisis realizado, como ya se dijo, se plasma en un formato que se denomina “Propuesta de Crédito”. Este reporte es preparado por el responsable de la evaluación crediticia y contiene su recomendación de la conveniencia o no de otorgar el préstamo solicitado.

Este reporte y la recomendación ahí contenida son elevados a una instancia dentro de la entidad financiera, denominada “Comité de Créditos”, que funciona a diferentes niveles de acuerdo al monto de la operación y que reúne a representantes de diversas áreas de la empresa, que toman la decisión final respecto de la conveniencia de otorgar el apoyo financiero solicitado. Hay un tema adicional que mencionar: la “autonomía”, que es la facultad que las instituciones financieras otorgan a algunos de sus funcionarios para que, bajo su responsabilidad, puedan aprobar créditos sin que estos tengan que ser presentados ante el Comité de Créditos. Así, si el monto de la solicitud es relativamente pequeño, probablemente sea otorgado por un funcionario que tenga la facultad de aprobarlo.³⁷

³⁶ Guía para el desarrollo de la pequeña y micro empresa (2008) Proinversión. Lima

³⁷ Briceño Lira, Paul (2009) Finanzas y Financiamiento. Las herramientas de gestión que toda pequeña empresa debe conocer. Proyecto USAID Perú MYPE Competitiva. Lima

4.1.5. Tasa de interés y determinantes en los préstamos

Al costo del dinero prestado se le denomina tasa de interés, es un porcentaje que hay que agregar al dinero facilitado por el acreedor al momento de devolver el préstamo. Cabe señalar que es la libre competencia entre instituciones financieras la que, finalmente, fija el nivel de tasas de interés que se cobra a las empresas y personas que solicitan apoyo financiero.

Los factores que afectan la determinación de la tasa de interés se pueden observar en la figura 18.



Figura 18. Proceso de evaluación de solicitudes de crédito
Fuente: Elaboración propia

Los costos operativos, estos pueden separarse en dos componentes: los costos propios de la operación que se está evaluando y los del resto de la institución. El primero, se refiere a lo que le significa en recursos (horas/hombre, materiales, servicios) a la entidad financiera la evaluación de la operación crediticia. Este costo es similar para una operación crediticia importante como para otra de menor monto; por eso, el impacto en la tasa de interés será mayor mientras más pequeño sea el monto solicitado. El segundo componente, representa los costos generales de operar la totalidad de la entidad financiera, siendo uno de

los más importantes la tasa de interés que se paga a los depositantes. En conclusión, mientras más significativos sean los costos operativos de la institución (del tipo que sean) más alta será la tasa de interés.

Las regulaciones, son disposiciones dictadas por el Gobierno, que afectan de manera directa o indirecta el costo del dinero. Un ejemplo de este tipo de disposiciones es el Encaje, que es el porcentaje de los depósitos recibidos por una institución financiera que deben ser inmovilizados en las bóvedas del banco o del BCRP. Mientras más alto sea este encaje, menos dinero tendrá la entidad financiera para prestar y, por lo tanto, el precio del dinero, más conocido como la tasa de interés, se incrementará. Resumiendo, cualquier regulación emanada del Gobierno, que pueda afectar la cantidad de dinero en la economía tendrá efectos en la tasa de interés.

Las reservas y provisiones, estas se encuentran relacionadas directamente con las operaciones crediticias de la entidad. Por impecable que sea el análisis crediticio que se tenga, siempre habrá un porcentaje de préstamos que tendrán problemas en el pago (o inclusive no pagarán), para ese tipo de créditos la SBS ha determinado que la institución financiera haga provisiones, es decir, que de las utilidades que obtenga separe un monto determinado para cubrir posibles pérdidas, derivadas de la difícil recuperación de esas operaciones crediticias.

Así se pueden observar dos clases de efectos, el primero, referido al porcentaje de créditos con problemas de pago que tenga la entidad financiera; mientras más alto sea este, el monto de provisiones que estará en obligación de efectuar también crecerá, lo que tendrá efectos en la rentabilidad de la entidad, por lo que para que esta no se afecte y los accionistas no se vean perjudicados, el banco tendrá que aumentar la tasa de interés cobrada a los clientes que le soliciten apoyo financiero.

El segundo efecto, tiene que ver con las disposiciones que sobre el porcentaje de provisiones dicte la SBS, así, si esta considera apropiado elevarlo, pasando de 10% a 15% por ejemplo, la entidad financiera tendrá que aumentar el monto de provisiones con los efectos ya establecidos en la utilidad. En conclusión, podemos decir que las provisiones afectarán el precio del dinero, por su efecto sobre las utilidades de las empresas financieras.

El riesgo de las operaciones, existe un axioma en el mundo financiero: A mayor riesgo, mayor rentabilidad; entonces, si la institución financiera considera que el riesgo de la operación presentada es alta, incrementará en consecuencia la tasa de interés fijada para el préstamo. Para el banco la tasa de interés que le cobre al cliente tiene que ser suficiente para: cubrir todos sus costos (incluyendo la tasa de interés que le paga al ahorrista), obtener una rentabilidad adecuada al riesgo de la operación y satisfacer las expectativas de ganancias de sus accionistas. En resumen, el precio del dinero es determinado en forma directa por el riesgo de la operación, esto es: *A mayor riesgo, mayor tasa de interés por el préstamo.*

Respecto a las MYPE, los préstamos son los más caros, hay dos razones que sustentan las altas tasas de interés que el sistema financiero cobra:

- Los costos operativos de evaluar y administrar una cartera de este tipo de clientes son altos debido a menores montos y por tanto mayor número de solicitantes y de otro lado la tasa de interés por los depósitos de ahorros que esa Financiera debe pagar a los que quieran depositar su dinero en estas Instituciones Financieras, denominada microfinanciera, es alta.³⁸

³⁸ Suponga que usted como depositante tiene dos opciones: depositar su dinero en la institución A, cuyos préstamos son otorgados a empresas medianas y grandes y la otra, es ponerlo en la institución B, que se dedica mayormente a prestar dinero a micro y pequeñas empresas. ¿Cuál de estas dos instituciones cree que le ofrecerá una mayor tasa de interés para su depósito? O, visto de otro modo, ¿A cuál de las dos usted le exigiría mayor tasa de interés? La respuesta es a la institución B.

- Los créditos otorgados al segmento MYPE son considerados de mayor riesgo por las instituciones financieras, pero a su vez, estas operaciones crediticias son las más rentables.

Por tanto, si la MYPE desea obtener una menor tasa tendría que disminuir el riesgo que representa para la entidad financiera y esto se logra con una información contable financiera confiable y ordenada, con ser una empresa formal, con un buen historial crediticio de pagos puntuales y con una buena gestión de la empresa. (Ver figura 19)

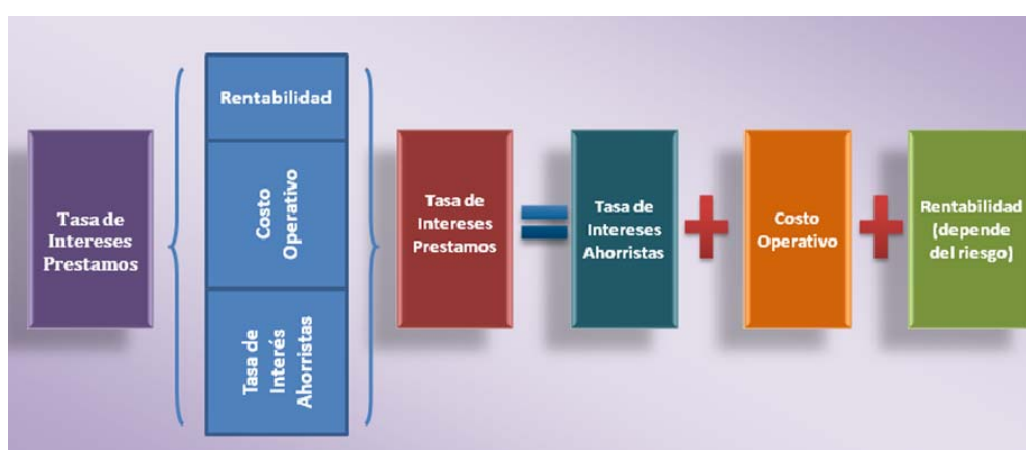


Figura 19. Componentes de la tasa de interés
Fuente: **Elaboración propia**

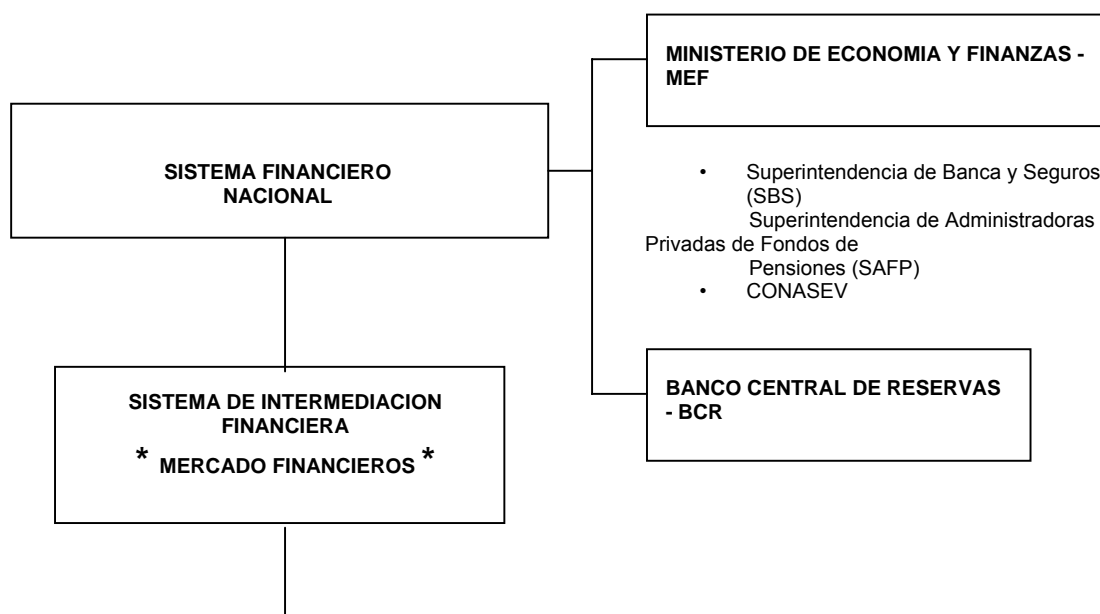


Figura 20. Esquema del Sistema Financiero Nacional
Fuente: Elaboración propia

4.1.6. Las tasas de interés en el Sistema Financiero Nacional

El costo del dinero en el sistema financiero nacional en promedio describe una tendencia decreciente aunque en niveles altos comparados con los dólares como se puede apreciar a través de la tasa promedio bancaria en moneda nacional- TAMN para soles y tasa promedio bancaria en moneda extranjera- TAMEX para dólares, durante el periodo de 1992 al 2009, tanto en soles como en dólares. Así en soles de 135% en 1992 desciende a 22 % en el 2009 y en dólares de 16.90% en 1992 desciende a 10% en el 2009, con tendencia a bajar. (Ver cuadro 10 y figura 21; respectivamente)

Cuadro 10. Tasas de interés en el Sistema Financiero Nacional

DIFERENCIA DE LAS TASAS DE INTERES			
ACTIVAS EN SOLES Y EN DOLARES			
AÑO	TAMN	TAMEX	DIFERENCIA
1992	135.50%	16.90%	118.60
1993	71.50%	15.20%	56.30
1994	39.00%	15.20%	23.80
1995	35.10%	17.20%	17.90
1996	30.06%	16.80%	13.26
1997	30.04%	15.60%	14.44
1998	32.33%	16.80%	15.53
1999	32.33%	14.46%	17.87
2001	24.98%	12.06%	12.92
2002	20.77%	12.16%	8.61
2003	21.02%	10.04%	10.98
2004	24.79%	9.66%	15.13
2005	25.42%	9.07%	16.35
2006	23.39%	9.86%	13.53
2007	22.87%	10.54%	12.33
2008	23.68%	10.63%	13.05
2009(*)	22.91%	10.30%	12.61
(*)Marzo del 2009			

Fuente: BCRP .
Elaboracion porpia.

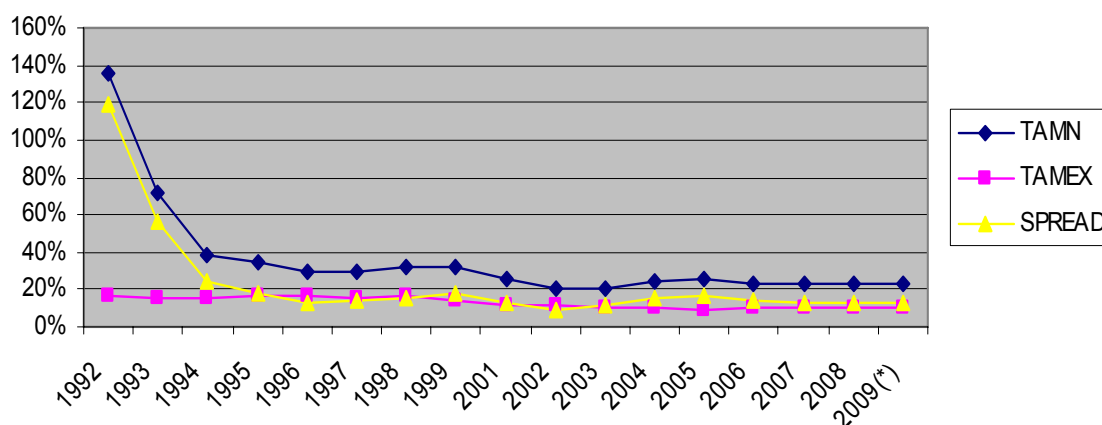


Figura 21. Diferencia de la tasa de interés activa en Soles y Dólares
Fuente: BCRP

Las tasas de interés permiten expresar al rendimiento o ganancia de los ahorros (K) que frecuentemente se exponen a través de la tasa efectiva anual – tea tanto en soles como en dólares y de otro lado, a expresar el costo de los préstamos o de los créditos (r) expuesto igualmente por la tasa efectiva anual – tea de los préstamos tanto en soles como en dólares, constituyendo su cálculo, un criterio básico para apreciar las diferencias de una u otra alternativa y tomar decisiones apropiadas eligiendo la mejor alternativa de un lado el mayor rendimiento por los ahorros y de otro lado el menor costo de los préstamos o créditos, es decir lo más conveniente para los agentes económicos involucrado en la transacción financieras. (Ver figura 22)

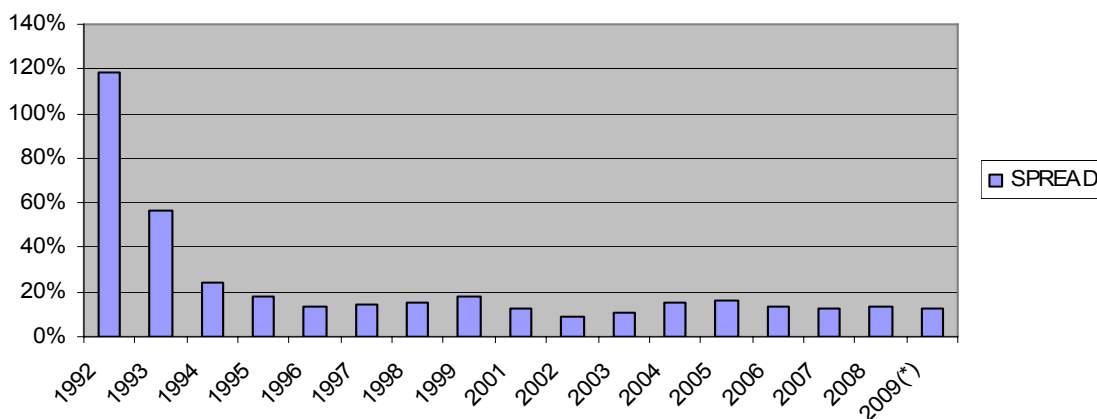


Figura 22. Spread Activa TAMN – TAMEX
Fuente: BCRP

De manera que para apreciar el valor del dinero se puede utilizar diferentes tasas de interés o fórmulas dependiendo de su capitalización, tipo de moneda, etc., en el caso nuestro los de mayor frecuencia es en soles y dólares, por lo que en el gráfico siguiente se podrá apreciar, la tasa de interés – T_i , y su desagregación en cuatro divisiones: tasa de interés nominal - T_n , tasa de interés efectiva – T_e ; tasa real – T_r y Tasa de dólares convertida a soles – $r \$ a S/$.

Respecto a la tasa real (T_r) se incorpora a la inflación como tasa de ajuste a la tasa de interés, y la tasa de dólares convertida en soles($r \$ a S/$) se incorpora a la variación del tipo de cambio (apreciación o devaluación) como tasa de ajuste a la tasa de interés en soles.

4.2. Demanda de Instrumentos Financieros

Las realizan los inversionistas individuales o personas naturales y a las jurídicas como inversionistas institucionales.

Las condiciones del mercado propician bajo costo de endeudamiento para determinado tipo de empresas. Aun existe fuerte crecimiento de la demanda por instrumentos de inversión en contraste con su escasa oferta de instrumentos financieros, es decir exceso de demanda aun en la actualidad.

Estableciéndose un importante déficit de oferta con respecto a la demanda, como se puede apreciar en el esquema de oferta y demanda en el 2005.

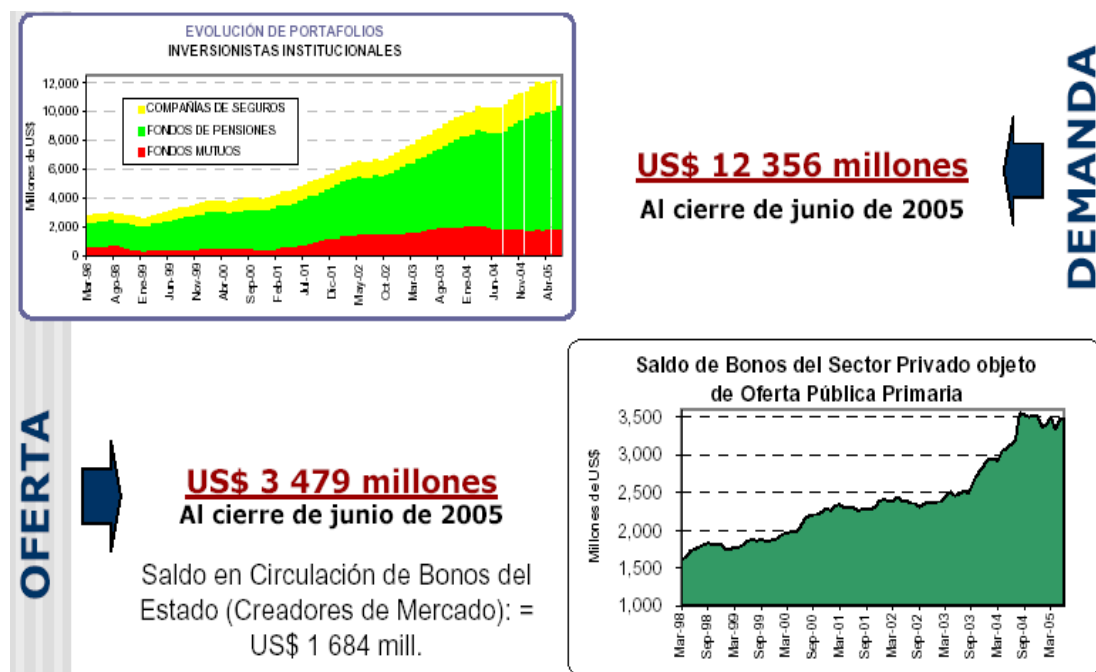


Figura 23. Comportamiento oferta y demanda 2005
Fuente: CONASEV

En el área de pensiones, comprende las Administradoras de Fondos de Pensiones, actualmente cinco, operaciones que empezaron en 1993. Las cuentas globales de las AFPs están limitadas a invertir como máximo un 40% de sus colocaciones en Valores del Gobierno Central y del Banco Central de Reserva de Perú BCRP. Este porcentaje máximo es idéntico para las inversiones realizadas en Depósitos a Plazo o Bonos del Sistema Financiero, con excepción de los instrumentos financieros de corto plazo donde el máximo es un 10% de los activos.

En cuanto a las restricciones en títulos de sociedades anónimas, existe una prohibición de colocar más de un 35% de las inversiones en Bonos de estas entidades. Sin embargo, las colocaciones conjuntas en acciones (tanto comunes como del trabajo) más Certificados de Suscripción Preferente, Operaciones de Reporte, Productos Derivados y Cuotas de Fondos Mutuos no pueden sobrepasar el 30% de las inversiones. Además, se permite colocar un 5% de los recursos en Instrumentos Financieros del Extranjero,

un 4% en emisiones primarias de bonos y acciones, un 40% en Letras Hipotecarias, un 15% en Bonos Subordinados y hasta un 10% en Pagares Avalados.

Al cierre del 2009, la cartera administrada por las **AFPs**, alcanzó un saldo de 69 287 millones de nuevos soles (equivalente a 24 008 millones de dólares americanos), monto que representa el 18,6% del PBI. Los fondos privados de pensiones (cartera administrada menos encaje) alcanzaron un saldo de 68 595 millones de nuevos soles, es decir un crecimiento anual de 38,9%.

Asimismo, del total de los fondos privados de pensiones, el 72,3% corresponde al fondo tipo 2, el 19,3% al fondo tipo 3 y el 8,4% al fondo tipo 1. Con relación a la estructura del portafolio por tipo de instrumento, en el 2009 se observa un mayor incremento en la participación de acciones y valores representativos sobre acciones (ADR) de empresas locales y acciones del exterior, mientras que los bonos del Gobierno peruano y los certificados y depósitos a plazo fueron los instrumentos cuyo peso en la cartera se redujo en mayor cuantía.³⁹(Ver cuadro 8 y figura 24 respectivamente)

Respecto a la colocaciones de oferta publica primaria, ha constituido una importante demanda de instrumentos financieros por parte de otros inversionistas institucionales como Fondos Mutuos, Bancos, compañías de seguros, etc. Como se puede apreciar en el 2009 en que los Fondos Mutuos participaron con el 20.5%, Seguros con 13.8 % (Ver figura 25; 26)

³⁹ Memoria Anual 2009 SBS

Cuadro 8. Estructura de Cartera por instrumento financiero (Dic 2009- dic 2006)

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Acciones y ADR de Empresas Locales	42,2	41,2	25,3	31,2
Bonos del Gobierno Peruano	17,0	20,6	24,3	19,6
Acciones de Exterior	0,0	0,4	1,5	10,5
Bonos de Empresas no Financieras	8,2	8,3	10,7	9,6
Fondos Mutuos del Exterior	6,3	10,4	6,4	5,8
Bonos de Titulización	5,4	3,9	3,7	3,6
Cuotas de Fondos de Inversión	2,4	1,3	3,2	2,6
Certificados y Depósitos a Plazo	5,5	2,4	8,0	2,6
Otros Bonos de Empresas Financieras	1,3	1,2	2,6	1,8
Títulos de Deuda emitidos localmente por Entidades Financieras del Exterior	0,0	1,6	2,4	1,5
Bonos Subordinados	0,7	1,3	1,6	1,5
Títulos de Deuda emitidos localmente por Entidades no Financieras del Exterior	0,0	0,0	1,7	1,3
Bonos Corporativos del Exterior	0,0	0,1	0,2	1,3
Otros	11,0	7,3	8,4	7,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Memoria Anual 2009 SBS

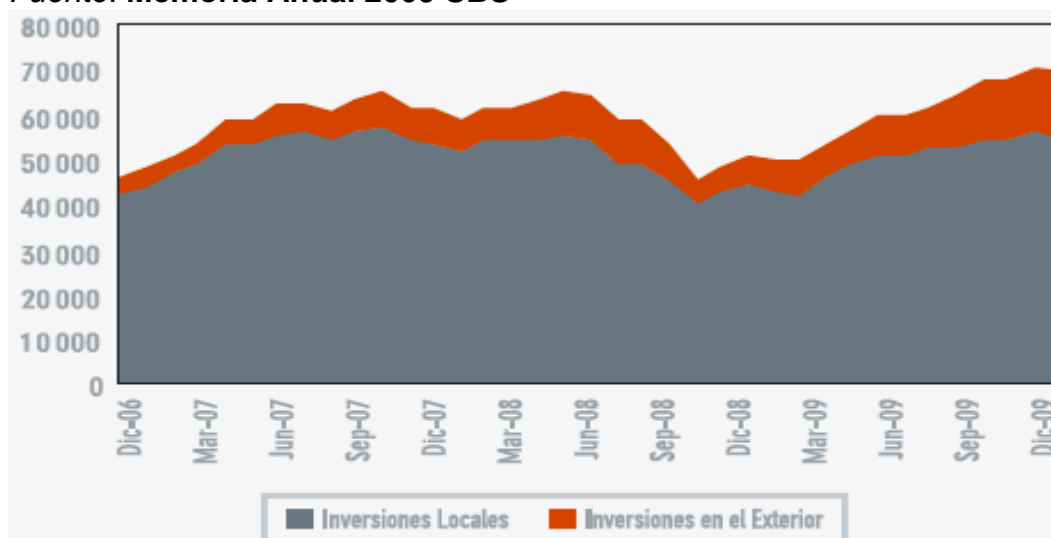


Figura 24. Inversiones Locales y en el Exterior de la Cartera Administrada (En millones de nuevos soles)

Fuente: Memoria Anual 2009 SBS

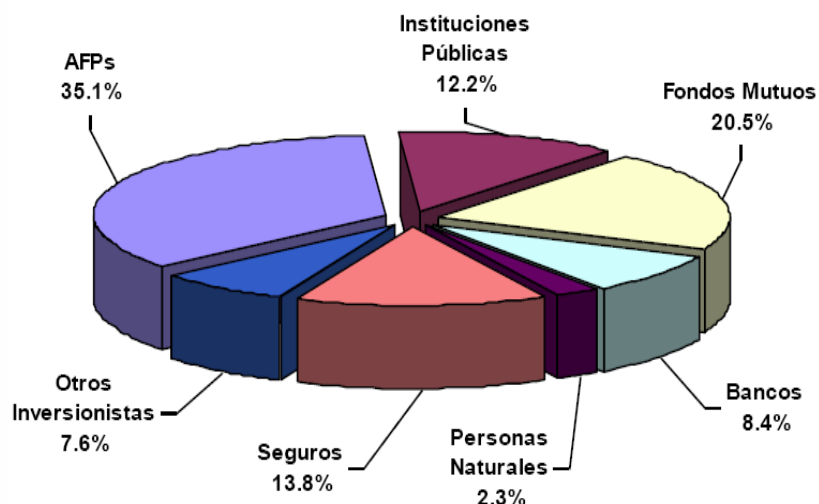
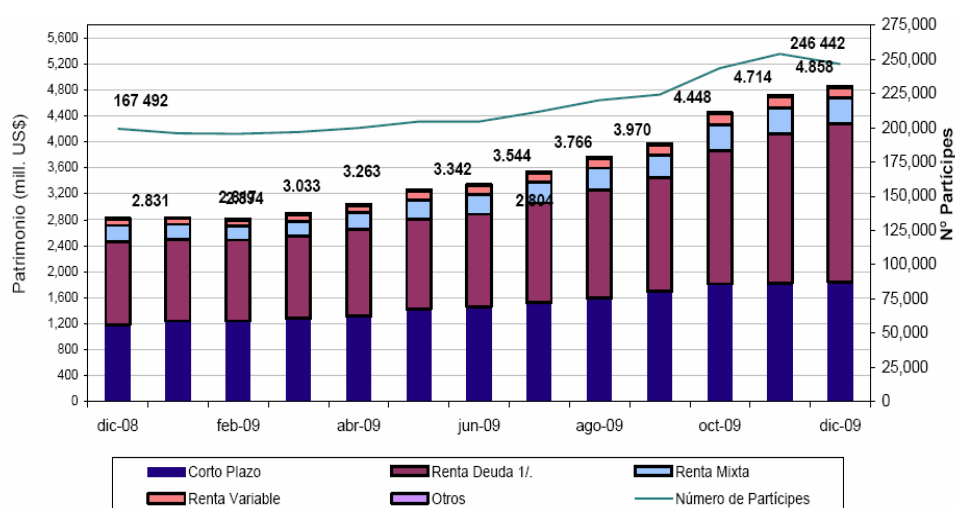


Figura 25. Colocaciones de Oferta Pública Primaria. Distribución por tipo de inversionistas. Enero-Diciembre 2009

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV



1/. Considera a los fondos que invierten preferentemente en obligaciones de mediano y largo plazo.

Figura 26. Fondos mutuos. Principales variables

Fuente: Dirección de Patrimonios Autónomos – CONASEV

Se puede observar a través de la figura 26 que la inversión en Fondos Mutuos no solo se ha incrementado gradualmente del año 2008 para el 2009, lo cual puede significar que esta alternativa de inversión ha elevado su rentabilidad y se ha hecho más atractiva para el mercado. Desde luego, hecho beneficioso para reducir la brecha existente entre la oferta y demanda de instrumentos financieros para negociar en el mercado de valores.

Asimismo, se observa también un crecimiento no solo de los Fondos Mutuos sino de sus componentes; principalmente la de inversión en bonos e instrumentos de corto plazo que asciende a 37.67% de participación. (Fondos de Renta Deuda o Renta Fija). (Ver figura 27)

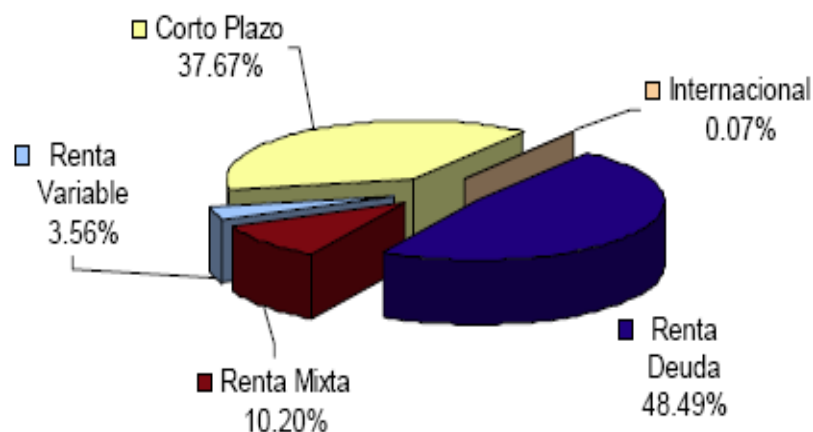


Figura 27. Patrimonio Administrado por tipo de Fondo. Agosto 2010
Fuente: Dirección de Patrimonios Autónomos – CONASEV

Por otro lado, si bien la oferta de la que hablamos ha empezado a crecer, es preciso aclarar que la demanda también viene creciendo y de manera menos pausada que la oferta como se aprecia en el incremento del patrimonio administrado en fondos mutuos, también en aumento de valores emitido por oferta publica primaria. (Ver figura 28, 29, y cuadro 9).

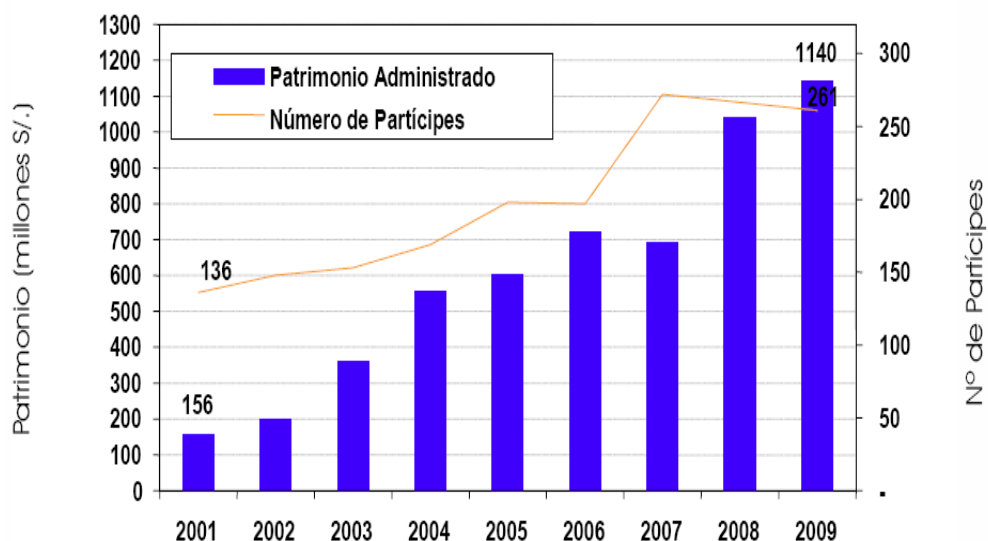


Figura 28. Aumento de la demanda

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

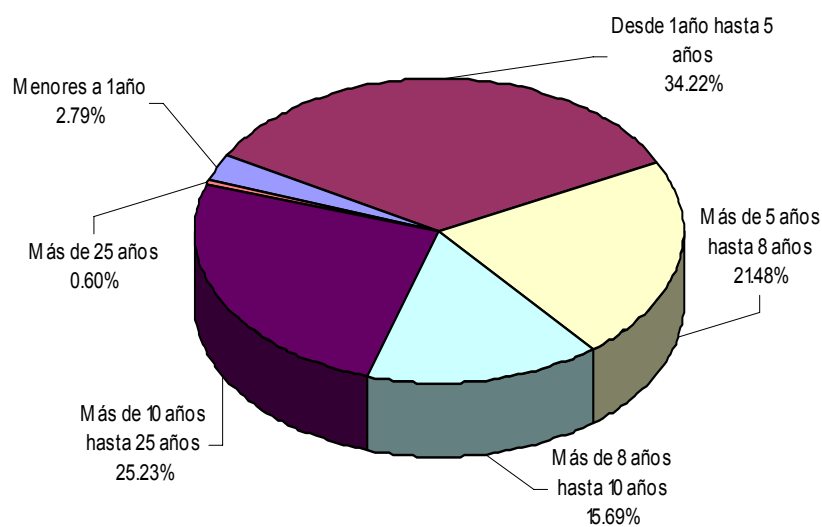


Figura 29. Saldo en circulación de los valores mobiliarios emitidos por oferta pública primaria, por plazo. Al 31 de diciembre de 2009

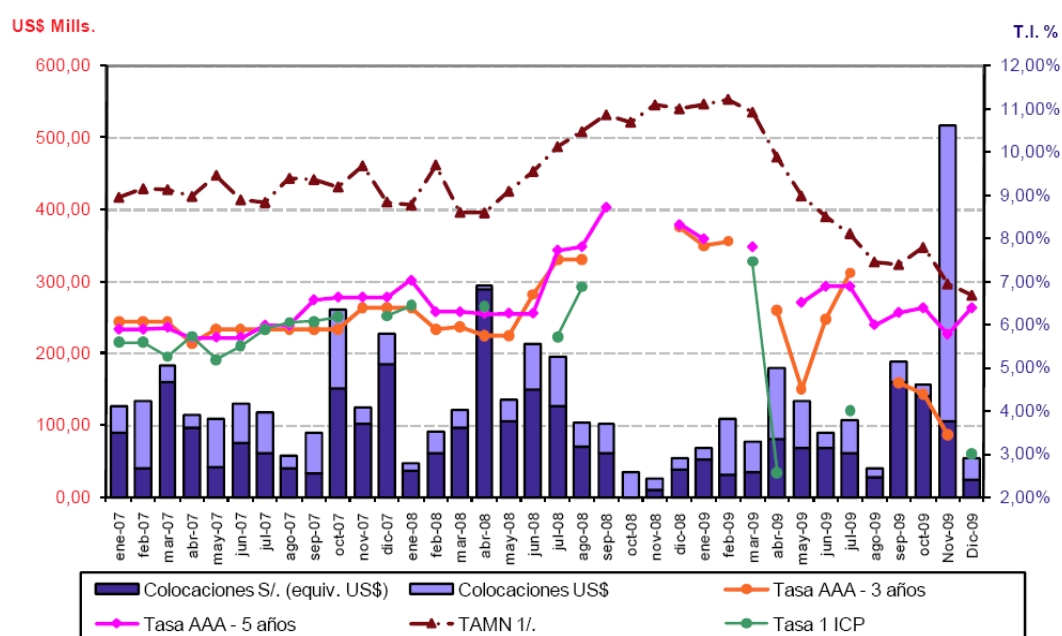
Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

Cuadro 9. Distribución de Bonos Corporativos

BONOS CORPORATIVOS	
PLAZO	TOTAL
Desde 1 año hasta 5 años	1,716,350
Más de 5 años hasta 8 años	911,275
Más de 8 años hasta 10 años	736,829
Más de 10 años hasta 25 años	1,123,420
Más de 25 años	3,394
TOTAL	4,491,268

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

Asimismo, de forma más genérica, respecto al comportamiento de las ventas efectivas de activos financieros (colocaciones), así como de las tasas de interés, podemos observar una caída gradual de las colocaciones en moneda nacional; mientras que en moneda extranjera (dólar americano) se denota un crecimiento desmesurado en noviembre del 2009, seguido por una caída abismal en diciembre del mismo año. (Ver figura 30)



asa Activa en Moneda Nacional.
te: Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos-CONASEV
racción: Subdirección de estudios-CONASEV

Figura 30. Evolución de colocaciones y tasas de interés

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

Cuadro 10. Colocaciones de Oferta Pública Primaria por emisor y tipo de moneda. Período 2004-2009 (En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2007		2008		2009	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	200,389	201,180	77,660	209,140	82,386	239,136
Alicorp S.A.A.	15,000	40,000	34,000	-	-	60,000
Compañía Industrial Nuevo Mundo	2,000	-	-	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	-	-	-	-
Compañía Universal Textil S.A.	5,000	-	-	-	-	-
Corporación Aceros Arequipa S.A.	-	63,700	-	-	-	-
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	-	-	-	-	-	9,936
Corporación Miski S.A.	6,952	-	4,382	-	3,605	-
Creditex S.A.	7,000	-	-	-	-	-
Ferreyros S.A.A.	-	-	-	-	-	-
Gloria S.A.	-	-	-	-	-	25,000
Graña Y Montero S.A.A.	4,000	-	14,000	-	13,000	-
Metalpren S.A.	2,500	-	-	-	-	-
Nissan Maquinarias S.A.	23,500	10,000	7,000	10,000	-	-
Palmas del Espino S.A.	14,500	-	13,878	-	15,000	-
Pesquera Exalmar S.A.	-	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	2,500	-	-	-	5,000	-
Ransa Comercial S.A.	5,500	-	4,400	29,740	-	-
Refinería La Pampilla S.A.	78,450	-	-	-	13,781	-
Saga Falabella S.A.	-	31,500	-	100,000	-	75,000
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	25,000	53,480	-	40,000	-	35,000
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	15,000	30,000	25,000
Tiendas EFE S.A.	5,487	2,500	-	14,400	2,000	9,200
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	-	-	-	-	-	-
Zinc Industrial Nacionales S.A.	3,000	-	-	-	-	-
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	5,000	365,000		245,000		268,406
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	-	-	-
Banco Falabella	-	30,000	-	140,000	-	60,000
Banco Wiese Sudameris S.A.A. ^{2/}	-	-	-	-	-	-
Banco Interamericano de Finanzas	-	-	-	-	-	-
Banco Ripley	-	-	-	40,000	-	104,206
BBVA Banco Continental	-	-	-	-	-	-
Empresa Financiera Edyficar S.A.	-	-	-	-	-	20,000
Financiera CMR S.A. ^{3/}	-	140,000	-	-	-	-
Financiera Cordillera S.A.	-	150,000	-	-	-	-
Mibanco Banco de la Microempresa S.A.	5,000	45,000	-	65,000	-	84,200
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	-	-	-	-	-
COLOCACIONES DE OFERTA PÚBLICA	600,983	3,318,016	371,231	2,961,820	860,049	2,526,023

^{1/} Incluye en el 2007: la colocación de certificados de participación denominados "Primera Emisión del Primer Programa de Certificados de Participación - Incatrack" por S/. 64.6 millones (Correspondiente a la 1ra. emisión del séptimo programa de

^{2/} Ahora Scotiabank Perú S.A.A.

^{3/} Ahora Banco Falabella

(*) Considera sólo la Oferta Peruana. La cantidad de acciones colocadas fue de 961,538 y la cantidad demandada 27,340,661. El precio de colocación por acción ascendió a US\$ 14.

Fuente: Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos – CONASEV

4.3. Oferta de Títulos Valores

Los títulos valores esta descrito por los distintos activos financieros que constituye la oferta en el mercado de capitales. Los mismos lo podemos apreciar en activos liquidos (tradicionales) tanto en acciones como en bonos, activos liquidos(no tradicionales) y derivados. Entre los cuales podemos citar:

- a) Las acciones
- b) Los bonos
- c) Los papeles comerciales
- d) Los certificados de depósito de mercancías
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo
- g) Los certificados de depósito a término
- h) Las aceptaciones bancarias
- i) Las cédulas hipotecarias
- j) Cualquier título de deuda pública

La oferta de instrumentos financieros-activos en sus diferentes clases, se puede describir a través de la figura 31.⁴⁰

⁴⁰ SBS. Departamento de Supervisión de la Gestión de las Carteras Administradas

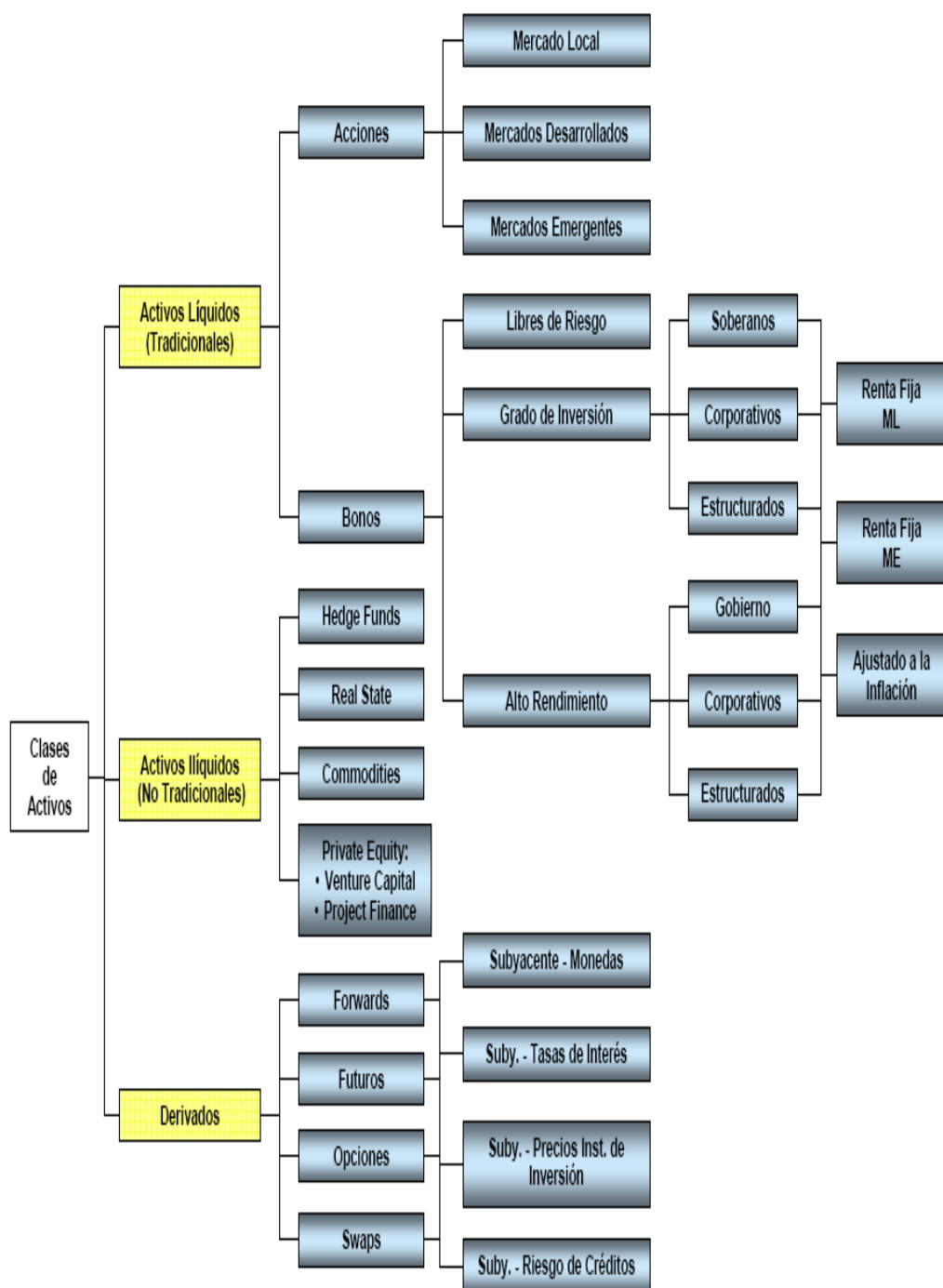


Figura 31. Clases de Activos.
Fuente: Elaboración propia

En cuanto al mercado primario en crecimiento, se comercializan títulos valores que son ofertados a fin de obtener recursos frescos, ya sea para la constitución de nuevas empresas o para inyectar nuevos financiamientos a las empresas ya constituidas. Este mercado muestra a través de sus cifras un exceso de demanda de valores; específicamente, una demanda con un crecimiento desmesurado enfrentada a una oferta con un crecimiento gradual y casi estable. (Ver figuras 32-35 y cuadros 11-13; respectivamente)

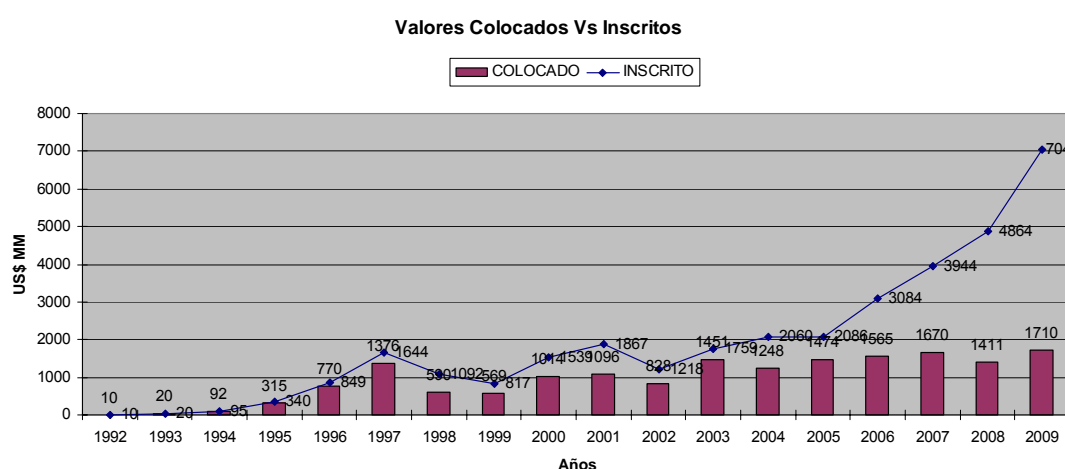


Figura 32. Valores Colocados Vs. Inscritos

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

Cuadro 11. Oferta de títulos valores I

MODALIDAD DE EMISIÓN	2004	2005	2006	2007	2008	2009
L OFERTA PÚBLICA²¹						
EMISIONES INSCRITAS POR INSTRUMENTO	2,059,869	2,085,880	3,083,553	3,943,557	4,864,440	7,046,496
A. ACCIONES	2,154	1,864	-	296,915	-	-
B. BONOS	1,622,551	1,546,943	2,559,067	3,158,987	4,387,447	6,226,125
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	21,000	254,000	211,000	331,038	799,505	110,400
- B. CORPORATIVOS	1,340,376	1,005,787	2,134,916	2,334,362	3,138,965	5,694,003
- B. HIPOTECARIOS	30,000	10,000	70,000	-	110,000	0
- B. SUBORDINADOS	-	-	-	190,774	268,514	389,478
- B. DE TITULIZACIÓN	231,175	277,156	143,151	136,202	70,462	32,243
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	95,158	297,735	316,811	509,851	322,484	614,929
- INSTRUM. DE CORTO PLAZO	95,158	297,735	316,811	509,851	222,484	614,929
- INSTRUM. DE CORTO PLAZO DE TITULIZACIÓN	-	-	-	-	100,000	-
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	340,005	239,337	207,675	144,415	154,509	205,443

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

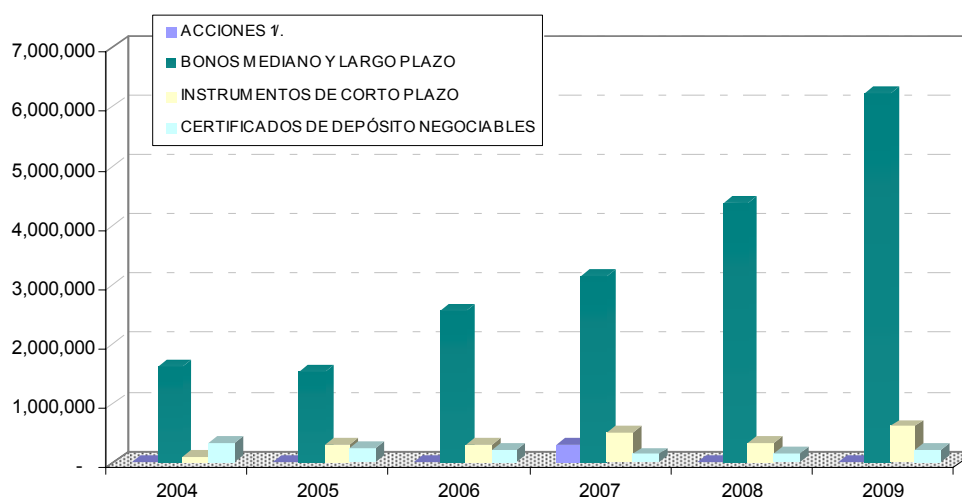


Figura 33. Inscripciones de ofertas públicas por tipo de valor: 2004-2009 (En miles de dólares)

Cuadro 12. Oferta de títulos valores II

MODALIDAD DE EMISIÓN	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I. OFERTA PÚBLICA²¹						
EMISIONES INSCRITAS POR INSTRUMENTO	2,059,869	2,085,880	3,083,553	3,943,557	4,864,440	7,046,496
A. ACCIONES	2,154	1,864	-	296,915	-	-
B. BONOS	1,622,551	1,546,943	2,559,067	3,158,987	4,387,447	6,226,125
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	95,158	297,735	316,811	509,851	322,484	614,929
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	340,005	239,337	207,675	144,415	154,509	205,443

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

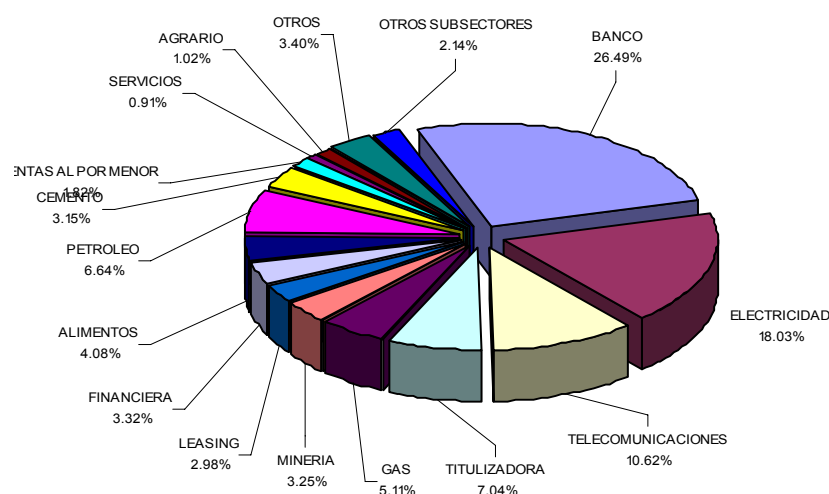


Figura 34. Saldo en circulación de los valores mobiliarios emitidos por oferta pública primaria, por sector económico. Al 31 de diciembre de 2009

Cuadro 13. Instrumentos de deuda por sector

Total Instrumentos de Deuda	
RUBRO	TOTAL
BANCO	1,630,016
ELECTRICIDAD	1,109,147
TELECOMUNICACIONES	653,326
TITULIZADORA	433,000
GAS	314,177
MINERIA	200,000
LEASING	183,528
FINANCIERA	204,188
ALIMENTOS	250,848
PETROLEO	408,781
CEMENTO	193,562
VENTAS AL POR MENOR	112,157
SERVICIOS	56,036
AGRARIO	62,576
OTROS	209,346
<u>OTROS SUBSECTORES</u>	<u>131,938</u>

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

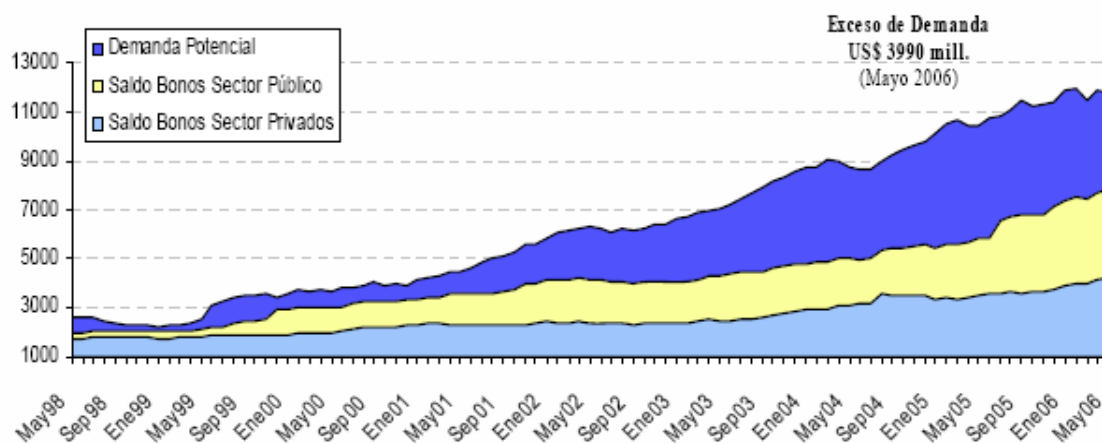


Figura 35. Oferta Vs. Demanda potencial de instrumentos deuda de principales inversionistas institucionales (En millones de US\$)

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

4.4. Desempeño del Mercado de Valores. Indicadores de Mercado

El mercado de valores es parte de los mercados financieros y por las características de sus instrumentos de representarse en títulos valores está comprendido en los mercados de capitales. Mercado de valores es el lugar donde se negocian participaciones de capital y de deudas o instrumentos financieros, constituye un importante vehículo de transferencia de recursos para la economía, al propiciar el acceso directo de los poseedores de liquidez, considerado inversionista que busca oportunidades de rendimientos sobre la base de ganancias o resultados futuros de las empresas.

La negociación se da a través de diversos instrumentos financieros que se constituyen en activos financieros por incorporar derechos sobre los activos reales de las entidades emisoras, son medios representativos de capital y de deudas de corto, mediano y largo plazo, por lo que constituye un mercado importante de los mercados financieros de transacciones de activos financieros e impulsar la inversión. Suministra recursos financieros mediante la negociación de títulos valores (legalmente). Sus operaciones se realizan en 2 instancias, mercados de emisiones o primario y secundario-bursatil. (Ver figura 36)

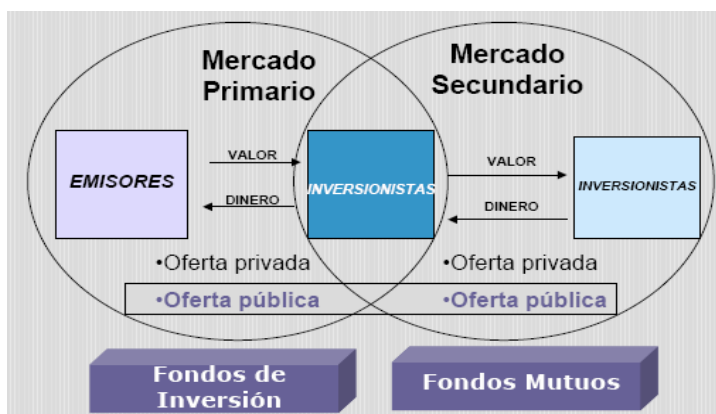


Figura 36. Mercado de valores

Fuente: Ley del Mercado de Valores. CONASEV

4.4.1. Mercado de Primario

Es el mercado de primeras emisiones de valores de renta fija y de renta variable. Aquí se realiza la primera colocación de los valores emitidos, ya sea por empresas privadas o públicas, con la finalidad de obtener recursos frescos para la constitución del capital, ampliación del mismo o la realización de nuevas inversiones.

4.4.2. Mercado Secundario

Es el mercado en el cual se realizan transferencias de los valores ya emitidos y colocados en el Mercado primario, cuya característica es la de proveer de **liquidez** a los poseedores o tenedores de valores como acciones, bonos, etc., conocido como mercado Bursátil o Bolsa de Valores.

Se realizan las operaciones de compra y venta de los valores ya emitidos en el mercado primario y que bajo las normas de un mercado libre, las cotizaciones de los valores se fijan de acuerdo a la oferta y la demanda en un marco de transparencia de la información, disponible para todos los intervinientes. La entidad que acoge y centraliza las operaciones bursátiles en nuestro medio es la Bolsa de Valores de Lima a través de su mecanismo denominado Rueda de Bolsa.

También existe un Mercado Extrabursátil, donde se realizan las operaciones de compra venta de valores fuera del ámbito de las normas y reglas que rigen el mercado bursátil.

Los Mercados Financiero Primario y Secundario están conformados por una serie de mecanismos que permiten y facilitan la canalización de fondos provenientes de inversionistas o ahorradores hacia empresas o entidades que requieren financiamiento.

En la época actual el mercado de valores forma parte indisoluble del sistema financiero de cualquier país. En el nuevo mundo de la economía globalizada

existe una tendencia inexorable a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero. (Ver figuras 37 y 38; respectivamente)



Figura 37. Participantes del mercado
Fuente: Ley del Mercado de Valores. CONASEV

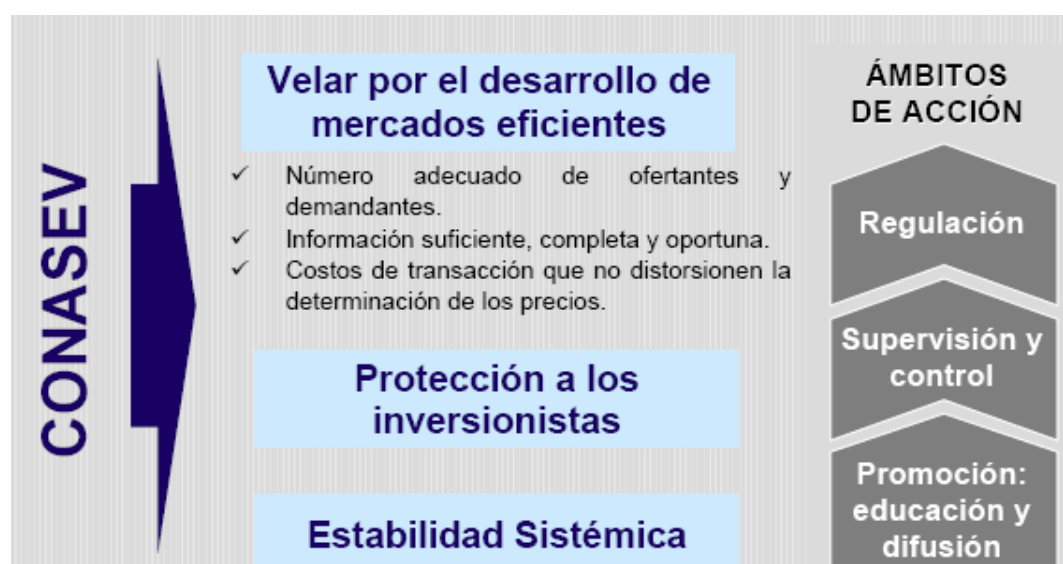


Figura 38. Rol del regulador en el mercado de valores
Fuente: Ley del Mercado de Valores. CONASEV

Lo que puede apreciarse en el mundo es observar que aquellos prestatarios que gozan de prestigio, están incrementando su habilidad para cubrir sus necesidades de liquidez acudiendo a los mercados de valores líquidos. Así, las emisiones de papel comercial, aceptaciones bancarias, obligaciones, acuerdos de recompra (Repurchase Agreements), notas bursatilizadas, están convirtiéndose en los instrumentos financieros de los tesoreros corporativos.

El mercado de valores peruano ha registrado un volumen importante de ofertas públicas en los últimos años, sin embargo la mayoría del empresariado peruano con solvencia financiera, no ha recurrido al mercado de valores para financiarse como se observa en las **769 grandes empresas** de un total 913 en el País, es decir el **84 %** no participan del mercado de valores a diferencia de economías que sí utilizan su mercado con mucha regularidad.

En cuanto a los factores negativos se destaca la falta de eficiencia y autonomía en la administración de la justicia; la presencia de grupos de presión; la burocracia; la corrupción en el sector público y privado por lo que es necesario minimizar estos riesgos para contribuir a que el Perú sea más atractivo para los inversionistas. Evaluar medidas para superar las exigencias de los montos mínimos de inversión sean de US\$ 5 millones para el caso de bonos corporativos y de US\$ 50 millones para el de las acciones. Ello hace muy difícil la participación en el mercado de valores a empresas medianas y pequeñas.

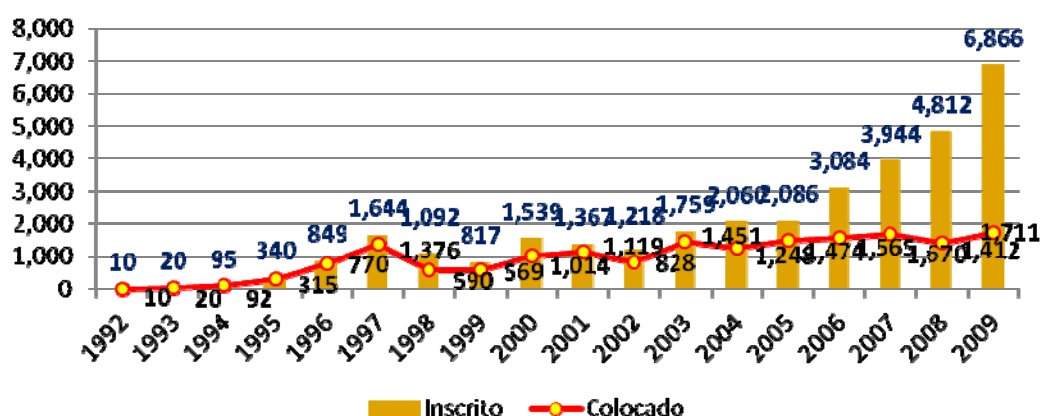
Explorar medidas para superar escaso desarrollo del mercado de valores, relacionada con los demandantes, que comprende el desconocimiento del mercado de valores reflejada en la escasa participación de la población como inversionistas y de otro lado pocas empresas que no gozan del beneficio del mercado de valores. (Ver cuadro 14)

Cuadro 14. Valores inscritos Vs. Colocados por Oferta Pública Primaria

US\$ M M	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
INSCRITO	10	20	95	340	849	1644	1092	817	1539	1867	1218	1759	2060	2086	3084	3944	4864	7046
COLOCADO	10	20	92	315	770	1376	590	569	1014	1096	828	1451	1248	1474	1565	1670	1411	1710
COL / INSC. (%)	100%	100%	97%	93%	91%	84%	54%	70%	66%	59%	68%	82%	61%	71%	51%	42%	29%	24%

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

El mercado de valores peruano pese a su escaso desarrollo ha venido describiendo un incremento en sus operaciones, como puede apreciarse en las emisiones del mercado primario. Es decir los valores inscritos que son ofertados son colocados gradualmente, demanda que supera a lo ofertado, determinándose una sobredemanda.

**Figura 39. Mercado Primario-Emissiones- 1992 – 2009**

Fuente: CONASEV

El **mercado de capitales** es esencial para el desarrollo económico del País, por ofrecer diferentes mecanismos e innumerables instrumentos financieros a los agentes económicos impulsando las inversiones canalizando el ahorro a la inversión, este moviliza recursos principalmente de mediano y largo plazo, desde aquellos sectores que tienen dinero en exceso (ahorradores o inversionistas) hacia las actividades productivas (empresas, sector financiero, gobierno) mediante la compraventa de títulos valores.

Como es sabido, por medio de una mayor propensión al ahorro, se genera una mayor inversión, debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza. Esta inversión da origen, por su parte, a nuevas industrias generadoras de ingresos, siendo este el principal objetivo del mercado de capitales.

“Es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a inversión”⁴¹. Entre los objetivos describimos:

- Permite la transferencia de recursos de los ahorradores, a inversiones en el sector productivo de la economía.
- Establece eficientemente recursos a la financiación de empresas del sector productivo.
- Reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas.
- Posibilita la variedad del riesgo para los agentes participantes.
- Ofrece una amplia gama de productos, de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los participantes en el mercado.

“La protección de los inversores, garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, la reducción del riesgo sistémico.”⁴²

Este mercado está regulado por 30 principios basados en los objetivos citados anteriormente, los cuales se encuentran agrupados en ocho categorías⁴³ que se relacionan a continuación:

A. Principios relativos al Regulador

⁴¹ Concepto del Centro del desarrollo para el mercado de capitales.

⁴² Página oficial de la IOSCO, Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.

⁴³ Página oficial de la IOSCO, Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.

- B. Principios de autorregulación
- C. Principios para la aplicación de la regulación de valores
- D. Principios de cooperación en la regulación
- E. Principios para los emisores
- F. Principios para las instituciones de inversión colectiva
- G. Principios para los intermediarios del mercado

Principios relativos a los Mercados Secundarios

- Aglomera los recursos de los ahorradores.
- Ofrece numerosas alternativas de inversión a corto y largo plazo.
- Reduce los costos de transacción por economías de escala en la movilización de recursos.
- Las entidades partícipes constantemente reportan información, facilitando la toma de decisiones y el seguimiento permanente.
- El ofrecimiento de un mayor número de alternativas de inversión reduce los riesgos y diversifica el portafolio.
- El Mercado de Capitales es el principal motor de crecimiento. Entre más eficiente sea la transferencia de recursos, habrá mayor crecimiento.
- Mejor manejo de los ciclos de liquidez e iliquidez.
- Permite acceder a montos importantes de financiamiento.

Acerca de la **regulación del mercado de valores**, está a cargo del Estado a través de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores CONASEV, dedicado a la supervisión y control del mercado de emisiones y bursátil.

Por parte del sector privado, existen en el Perú cuatro empresas Clasificadoras de Riesgo: Apoyo & Asociados Internacionales S.A., Class & Asociados S.A., Jasauí & Asociados Clasificadora de Riesgo S.A. (hoy denominada Duff & Phelps de Perú) y Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Según el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo en su Artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda debe contratar los servicios de cuando menos dos (2) Clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de CONASEV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

En Perú actualmente 220 empresas (personas jurídicas) se encuentran inscritas en el mercado de acciones y obligaciones, numero bajo para la elevada cantidad de grandes empresas que existen en la actualidad y que ascienden a 913. No obstante, el número de empresas y fondos con valores inscritos ascienden a 263 a fines del 2010, levemente superior a las 260 en el 2004, como se aprecia en los siguientes cuadros (Ver Cuadros 15 y 16).

Cuadro 15. Número de Compañías con Valores Inscritos. Periodo 1999-2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Empresas con acciones (y bonos)	229	213	208	202	199	196
Empresas listadas por RC 125-98*	10	14	19	28	28	28
Fondos de Inversión	2	3	3	5	5	6
Empresas únicamente con bonos	13	15	19	23	26	30
TOTAL	254	245	249	258	258	260

* Corresponde a empresas extranjeras con valores listados por Sociedades Agentes de Bolsa según Art. 15 de la Resolución Conasev 125-98

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Cuadro 16. Número de Compañías con Valores Inscritos. Periodo 2005-2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Empresas con acciones (y Ren. Fija)	198	195	199	217	213	220
Fondos de Inversión	9	9	10	9	8	7
Empresas sólo Renta Fija	35	37	36	31	33	36
TOTAL	242	241	245	257	254	263
Cías.Ext. - Art.15° RC 125-98 (*)	26	26	27	27	29	28

(*) Corresponde a empresas extranjeras con valores listados por Sociedades Agentes de Bolsa según Art. 15 de la Res. CONASEV 125-98

Fuente: **Bolsa de Valores de Lima**

Por su parte en lo que se denomina Mesa de Negociación el Estado participa con una emisión mientras que algunas sociedades anónimas emiten tres tipos de bonos: los Bonos Corporativos, los Bonos Subordinados y los Bonos de Arrendamiento Financiero. Como último aspecto relacionado con los emisores del mercado de valores peruano, es importante recalcar que a la fecha existen varios valores peruanos en el exterior. Entre ellos destacan los listados en NYSE, tales como las acciones de Credicorp Ltd. (\$2 billones), Newmont Mining Corp. (\$4 billones), los ADRs del Banco Wiese Ltda. (\$80 millones), los Bonos Brady de la República del Perú, los ADRs de la Compañía Telefónica del Perú, entre otros.

En el Perú actualmente sólo se encuentra en operación la Bolsa de Valores de Lima(BVL), operaciones que se realizan a través de 21 Sociedades de Agentes de Bolsa y 1 Agentes de Bolsa.

La Bolsa de Valores de Lima ha diseñado su estrategia de expansión a lo largo del territorio peruano a través del establecimiento de filiales regionales. En marzo de 1997 se inauguró la décima filial encargada de difundir y prestar los servicios que actualmente la bolsa ofrece a empresas e inversionistas.

Adicionalmente y según lo estipula la Ley, las Bolsas de Valores de Perú deben formar lo que se denomina un Fondo de Garantía que sirva como respaldo a los clientes de las sociedades de bolsa. Este Fondo se constituye a través de las contribuciones mensuales de las sociedades de bolsa, equivalentes a tres diez milésimos del uno por ciento del volumen transado en la rueda de bolsa. Paralelo a este Fondo de Garantía la Bolsa ha establecido un Fondo Complementario cuyos recursos salen de una proporción de las cuotas mensuales de las Sociedades de Agentes de Bolsa. La Bolsa de Valores de Lima posee convenios de cooperación con diecinueve bolsas de valores y es miembro de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores FIABV y de la Federación Internacional de Bolsas de Valores FIBV.

Finalmente es importante mencionar dentro de la estructura de la intermediación en el mercado de valores peruano el papel que juega la Caja de Valores y Liquidaciones CAVALI. Esta sociedad anónima creada en mayo de 1997 tiene por objeto la liquidación de operaciones y el registro de valores representados por anotaciones en cuenta como producto de la nueva tendencia a la desmaterialización que ha empezado a adoptar el mercado bursátil en Perú. Recientemente la CAVALI ha abierto su cuenta en el Depositary Trust Company DTC, el cual es el depósito más grande de los Estados Unidos, además de los convenios establecidos con los correspondientes custodios de Chile (DVC), México (INDEVAL), Colombia (DECEVAL) y Costa Rica (CEVAL) así como el MILA en implementación. Respecto a la relación mercado secundario y Producto de la Economía es baja como se puede observar desde 1996 en que alcanza 8.91%, luego 3.61% en el 2004 (cuadro 17) y 4.7% en el 2009 (figuras 40).

Cuadro 17. Importancia relativa del mercado secundario de valores respecto al PBI (Miles de dólares). Período 1995-2004

AÑOS	MERCADO SECUNDARIO					PRODUCTO BRUTO INTERNO	RELACIÓN CON EL PBI					
	MERCADO BURSÁTIL	MESA DE NEGOCIACIÓN	EXTRABURSÁTIL	RESTO DEL	TOTAL MERCADO SECUNDARIO			(%)				
			INSCRITOS EN RUEDA	MERCADO EXTRABUR.				1/6	2/6	3/6	4/6	5/6
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)						
1995	4,782,350	528,430	255,060	127,000	5,692,840	53,679,957	8.91	0.98	0.48	0.24	10.61	
1996	5,066,440	3,428,050	505,416	317,088	9,316,994	55,896,917	9.06	6.13	0.90	0.57	16.67	
1997	6,778,970	5,352,340	291,135	283,903	12,706,348	59,121,561	11.47	9.05	0.49	0.48	21.49	
1998	4,356,109	3,377,869	678,004	438,845	8,850,826	56,778,500	7.67	5.95	1.19	0.77	15.59	
1999	3,449,947	1,248,444	241,959	393,227	5,333,578	51,522,326	6.70	2.42	0.47	0.76	10.35	
2000	3,593,756	--	572,136	185,384	4,351,276	53,081,569	6.77	--	1.08	0.35	8.20	
2001	3,010,789	--	263,376	187,781	3,461,946	53,438,069	5.63	--	0.49	0.35	6.48	
2002	2,842,626	--	1,002,348	223,420	4,068,394	56,452,929	5.04	--	1.78	0.40	7.21	
2003	2,258,574	--	365,042	480,232	3,103,849	60,622,059	3.73	--	0.60	0.79	5.12	
2004	2,470,434	--	146,304	237,327	2,854,065	68,434,067	3.61	--	0.21	0.35	4.17	

1/ Tipo de Cambio promedio del mercado informal. La Mesa de Negociación funcionó hasta agosto de 1999.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

La importancia del mercado secundario como proporción del PBI es relativamente baja, como se puede apreciar en las figura No 40.

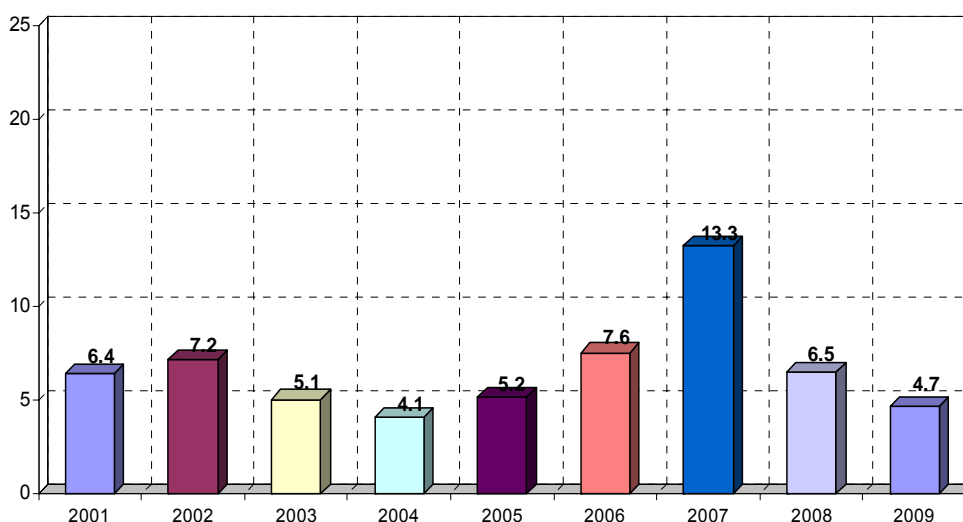


Figura 40. El mercado secundario de valores como proporción del Producto Bruto Interno

Fuente: Bolsa de Valores de Lima, S.A.B. s, CAVALI, BCRP

La BVL respecto a su negociación ha venido en aumento, ya que de \$ 3,011 millones de dólares en el año 2001 se elevó a \$ 12,408 en el 2007, luego ante el impacto de la crisis internacional descendió a \$ 5,677 en el 2009, como se observa en la siguiente figura N° 41.

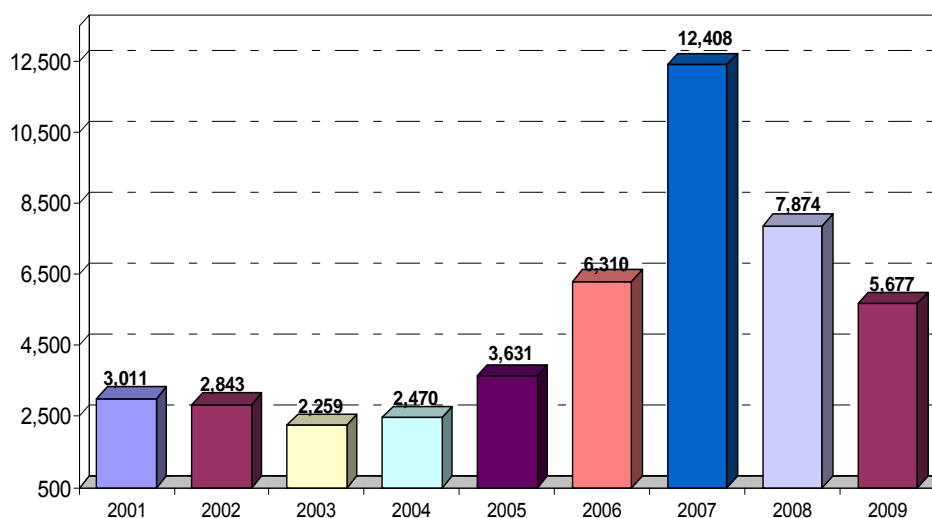


Figura 41. Monto total negociado en la Bolsa de Valores de Lima: 2001-2009

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Sin embargo la BVL respecto a la liquidez del sistema financiero es baja al ubicarse por debajo del 10% en el 2009 (Figura 42).

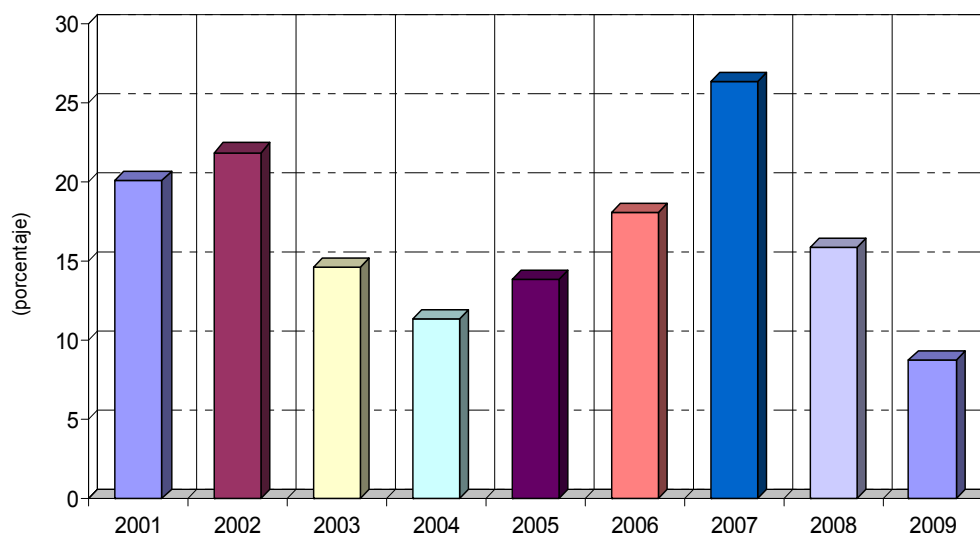


Figura 42. El mercado secundario de valores como proporción de la liquidez del sistema financiero

Fuente: Bolsa de Valores de Lima, S.A.B. s, CAVALI, BCRP

4.5. Rentabilidad de la bolsa de valores

Las operaciones en el mercado secundario a través de la Bolsa de valores, ha venido describiendo una tendencia creciente y muy activa de acuerdo al crecimiento apreciado en el PBI, permitiendo brindar elevada rentabilidad a los inversores, como fue en el 2006 en que alcanzo el 187 % la variación del del Índice General con respecto al año 2005, siendo una de las Bolsa mas renatable del mundo. No obstante la notable caída en el 2008 debido a la crisis internacional en los últimos años, se viene recuperando rápidamente originado por el alza de los minerales y el sostenido crecimiento de la economía de la China y el entorno macroeconómico favorable. (Ver cuadro 18)

Cuadro 18. Rentabilidad de la Bolsa de Valores (En US \$)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Perú Selectivo 15	13.65%	71.74%	70.00%	18.00%	216.00%	52.00%	-61.27%	107.89%
Perú IGBVL	16.28%	76.34%	61.00%	24.56%	186.92%	45.55%	-61.52%	117.75%
Perú ISBVL	12.89%	82.81%	63.00%	20.01%	208.52%	40.22%	-61.48%	107.89%
China Shanghai	-9.39%	10.31%	-15.00%	-6.00%	138.00%	30.00%	-63.03%	79.86%
Chile IPSA	49.82%	76.59%	29.00%	20.00%	34.00%	13.00%	-37.18%	84.56%
Brasil Bovespa	0.42%	141.49%	28.00%	49.00%	45.00%	12.00%	-55.07%	144.19%
Alemania DAX	8.99%	66.18%	16.00%	11.00%	35.00%	11.00%	-43.35%	26.93%
México Mexbol	24.33%	32.52%	48.00%	44.00%	45.00%	10.00%	-39.76%	50.30%
Francia CAC	-8.69%	39.63%	16.00%	8.00%	30.00%	6.00%	-43.35%	25.37%
UK FTSE	12.26%	1.72%	16.00%	6.00%	26.00%	4.00%	-6.42%	10.71%
USA Nasdaq	16.22%	50.50%	9.00%	2.00%	10.00%	3.00%	-40.54%	43.89%
Japón Nikkei	8.30%	39.64%	13.00%	22.00%	6.00%	3.00%	-27.40%	14.91%
Argentina Merval	36.44%	133.45%	27.00%	10.00%	33.00%	2.00%	-55.03%	97.13%
USA Dow Jones	10.27%	24.98%	3.00%	0.00%	16.00%	1.00%	-33.84%	18.82%
Colombia IGBC	41.44%	48.36%	120.00%	124.00%	22.00%	1.00%	-36.56%	68.82%

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

La rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima ha sido significativa en los últimos años; particularmente a partir del 2002, en que registra una rentabilidad de 16.28 por ciento cambiando la tendencia negativa de los 2 años anteriores. Evolución positiva que continua, como se puede apreciar en la variación del IGBVL en dólares durante 2009 y 2010, en que alcanzó 117.75% y 69.75%; respectivamente. (ver cuadros 19 y 20)

Cuadro 19. Índices de cotizaciones (1995-2004)

INDICES DE COTIZACIONES										
Base 30/12/1991=100:	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Indice General (IGBVL)	1243,37	1429,02	1792,71	1335,88	1,835.57	1,208.41	1,176.45	1,391.97	2,435.04	3,710.39
Variación nominal %	-12,12%	14,93%	25,45%	-25,48%	37.41%	-34.17%	-2.64%	18.32%	74.93%	52.37%
Variación real %	-20,28%	2,76%	17,82%	-29,71%	32.47%	-36.53%	-2.52%	16.80%	70.70%	47.25%
Variación en US\$ %		2,84%	18,86%	-35,43%	23.28%	-34.69%	0.24%	16.28%	76.34%	60.51%
Máxima	1517,06	1613,73	2269,43	1903,91	1,878.36	1,898.12	1,418.44	1,406.98	2,452.08	3,710.39
Fecha	17-jul	26-sep	10-jul	04-may	13-Oct	19-Ene	5-Jun	12-Dic	29-Dic	30-Dic
Mínima	907,83	1175,54	1429,72	1159,5	1,246.29	1,184.26	1,131.21	1,109.89	1,405.21	2,493.81
Fecha	09-mar	27-mar	02-ene	21-sep	14-Ene	16-Nov	6-Nov	3-Jul	2-Ene	2-Ene
Indice Selectivo (ISBVL)	1686,32	2015,34	2662,66	2030,87	2,815.14	2,046.59	1,917.16	2,202.32	3,993.86	6,159.63
Variación nominal %	0,44%	19,51%	32,12%	-23,73%	38.62%	-27.30%	-6.32%	14.87%	81.35%	54.23%
Variación real %	-8,88%	6,86%	24,08%	-28,06%	33.64%	-29.92%	-6.20%	13.35%	76.96%	49.04%
Variación en US\$ %	-5,53%	6,94%	25,18%	-33,91%	24.37%	-27.90%	-3.55%	12.89%	82.81%	62.46%
Máxima	1922,64	2152,83	3283,44	2853,13	2,815.14	3,035.37	2,402.08	2,224.28	4,035.68	6,159.63
Fecha	08-sep	26-sep	10-jul	04-may	30-Dic	10-Feb	5-Jun	13-Dic	29-Dic	30-Dic
Mínima	1073,77	1678,26	2018	1663,66	1,875.57	2,011.62	1,824.04	1,742.68	2,227.26	4,107.85
Fecha	09-mar	27-mar	02-ene	21-sep	14-Ene	18-Dic	10-Oct	3-Jul	2-Ene	2-Ene

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

La rentabilidad en la Bolsa de Valores de Lima se elevó significativamente en el 2006 en donde alcanzó 168.30% (variación nominal-soles), descendiendo a 32.02% en el 2007, sin embargo luego de la caída en el 2008 se recuperó rápidamente al alcanzar 100.99% en el 2009 y 64.99% en el 2010(ver cuadro 20).

Cuadro 20. Índices de cotizaciones (2005-2010)

INDICES DE COTIZACIONES						
Base 30/12/1991=100:	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Indice General (IGBVL)	4,802.25	12,884.20	17,524.79	7,048.67	14,167.20	23,374.57
Variación nominal %	29.43%	168.30%	36.02%	-59.78%	100.99%	64.99%
Variación real %	27.52%	165.28%	30.88%	-62.29%	100.50%	61.63%
Variación en US\$ %	24.56%	186.92%	45.55%	-61.52%	117.75%	69.75%
Máxima	5,235.65	13,143.57	23,789.75	18,309.76	15,590.64	23,374.57
Fecha	9-Dic	18-Dic	24-Jul	7-Abr	12-Oct	31-Dic
Mínima	3,703.17	4,602.95	12,360.23	6,038.66	6,489.53	13,503.75
Fecha	13-May	13-Ene	9-Ene	27-Oct	24-Feb	7-Jun
Indice Selectivo (ISBVL)	7,681.11	22,159.28	29,035.46	11,691.34	22,434.09	32,050.41
Variación nominal %	24.70%	188.49%	31.03%	-59.73%	91.89%	42.86%
Variación real %	22.86%	185.25%	26.08%	-62.25%	91.42%	39.96%
Variación en US\$ %	20.01%	208.52%	40.22%	-61.48%	107.89%	46.99%
Máxima	8,422.51	23,099.57	42,139.76	30,773.81	25,295.99	32,050.41
Fecha	9-Dic	18-Dic	24-Jul	7-Abr	12-Oct	31-Dic
Mínima	6,081.55	7,433.65	20,795.51	9,360.27	10,529.00	20,008.01
Fecha	13-May	13-Ene	9-Ene	27-Oct	24-Feb	7-Jun

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Respecto al valor de mercado de las empresas, descrito por la capitalización bursátil, al igual que la rentabilidad ha venido incrementándose. Así apreciaremos que en el 2004 de 20.107.93 millones de dólares paso a 107.325.29 millones de dólares en el 2009 (ver cuadro 21 y 22).

Cuadro 21. BVL. Capitalización bursátil 1995-2004 (Variación %)

CAPITALIZACION BURSATIL										
Millones de Dólares	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Acciones de Capital	10.362,32	12.500,60	15.918,82	10.246,50	12.436,24	9,822.57	10,228.59	11,767.53	14,998.96	18,572.65
A.F.P.	164,81	245,67	146,06	173,63	166,28	188,30	121,70	119,85	121,08	193,53
Bancos y Financieras	2.099,25	2.410,99	2.593,71	1.754,94	2,258.56	1,589.09	1,306.77	1,546.62	1,556.05	2,776.30
Industriales	2.001,12	2.205,26	3.059,51	1.938,81	2,239.87	1,848.53	2,019.46	2,740.97	1,880.57	2,858.03
Mineras	765,42	1.104,97	1.451,99	1.084,62	1,549.04	1,530.21	1,842.43	2,174.47	5,191.73	5,044.53
Seguros	380,69	357,10	397,72	254,09	253,99	265,40	319,60	317,05	330,32	289,30
Seguros	0,00	0,00	440,78	227,01	326,52	257,77	330,20	280,10	303,00	516,42
Agrario	3.706,53	4.465,00	5.185,52	2.995,08	3,265.75	2,237.39	1,947.47	1,953.73	2,724.52	3,452.81
Servicios Públicos	358,73	411,25	665,97	632,79	1,046.94	1,097.35	1,274.55	1,463.63	889,83	1,202.32
Diversas	885,77	1.300,35	1.977,55	1.185,53	1,329.29	808,54	1,066,41	1,171,11	2,001,86	2,239,41
Valores Emitidos en el Exterior					971,17	688,49	632,46	825,35	1,084,84	1,535,28
Acciones de Inversión	1.338,92	1.341,59	1.464,16	788,82	436,34	318,15	324,30	386,69	397,46	482,53
Industriales	756,45	653,93	774,09	403,13	525,61	363,65	299,00	425,19	659,39	1,025,58
Mineras	580,78	686,30	688,72	379,39	9,22	6,69	9,16	13,47	27,99	27,17
Diversas	1,69	1,35	1,35	6,31						
CAPITALIZACION TOTAL BVL	11.701,24	13.842,19	17.382,97	11.035,32	13,407.41	10,511.06	10,861.05	12,592.88	16,083.80	20,107.93
% 10 valores con > capitalización	61,76%	32,85%	25,85%	27,77%	53,30%	47,31%	52,20%	62,16%	61,85%	53,98%

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Como se ha destacado que la evolución de la capitalización bursátil ha venido incrementándose, resulta significativa su incremento en el 2010 al alcanzar 160,867.45 millones de dólares superior al 2009 y muy superior a 20,107.93 en el 2004 (ver cuadro 22 y figura 43).

Cuadro 22. BVL. Capitalización bursátil 2005-2010 (Variación %)

CAPITALIZACION BURSATIL						
Millones de Dólares	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Acciones de Capital	34,347.05	56,447.41	104,002.63	55,064.04	103,673.79	155,169.83
A.F.P.	152.78	251.96	260.06	230.06	543.08	153.17
Bancos y Financieras	4,917.24	8,814.58	11,114.84	7,316.23	15,513.99	20,166.01
Industriales	4,963.27	4,160.57	5,576.28	2,953.12	6,241.61	9,172.78
Mineras	16,715.55	32,039.75	58,133.81	28,957.85	57,875.63	90,546.37
Seguros	372.20	522.90	1,036.84	527.62	936.48	1,565.21
Seguros	454.51	748.88	1,251.50	627.09	843.52	1,383.48
Agrario	3,330.14	4,068.95	11,932.44	4,769.17	7,814.43	9,905.26
Servicios Públicos	3,441.36	5,839.82	14,696.86	9,682.90	13,905.05	22,277.55
Diversas	1,848.86	3,572.56	4,217.08	2,167.41	3,651.50	5,697.62
Acciones de Inversión	653.93	1,057.69	1,399.05	801.45	1,376.65	2,220.99
Industriales	1,177.05	2,491.10	2,805.93	1,349.64	2,254.19	3,424.30
Mineras	17.88	23.77	12.10	16.32	20.66	52.33
Diversas						
CAPITALIZACION TOTAL BVL	36,195.91	60,019.97	108,219.71	57,231.44	107,325.29	160,867.45
% 10 valores con > capitalización	69.75%	68.31%	69.63%	69.56%	71.20%	70.91%

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

De otro lado cabe destacar el retorno o rentabilidad de bolsa de valores del Perú a nivel Mundial, que en el 2009 ocupó el 5to lugar en el Ranking al otorgar 118% en el año, de rentabilidad a los inversores (ver cuadro 23)

Cuadro 23. Bolsas internacionales. Ranking Mundial en términos de retorno

Bolsa de Valores	Índice Bursátil	Ranking 2009	Variación % dolarizada
Bolsa de Valores de São Paulo	BOVESPA Index	1	142,34
Sistema de Comercio de Rusia	RTS Index	2	128,62
Bolsa de Colombo	Sri Lanka Colombo All Index	3	122,49
Bolsa de Valores de Indonesia	Jakarta Composite Index	4	121,10
Bolsa de Valores de Lima	IGBVL	5	118,15
Bolsa de Valores de Oslo	OBX Stock Index	6	104,53
Bolsa de Valores de Istanbul	ISE National 100 Index	7	102,14
Mercado de Valores de Buenos Aires	MERVAL	8	95,40
Bolsa de Valores de Ucrania	Ukrainian Equities Index	9	91,68
Bolsa de Valores de Bombay	BSE SENSEX 30 Index	10	89,89

Fuente: Bloomberg

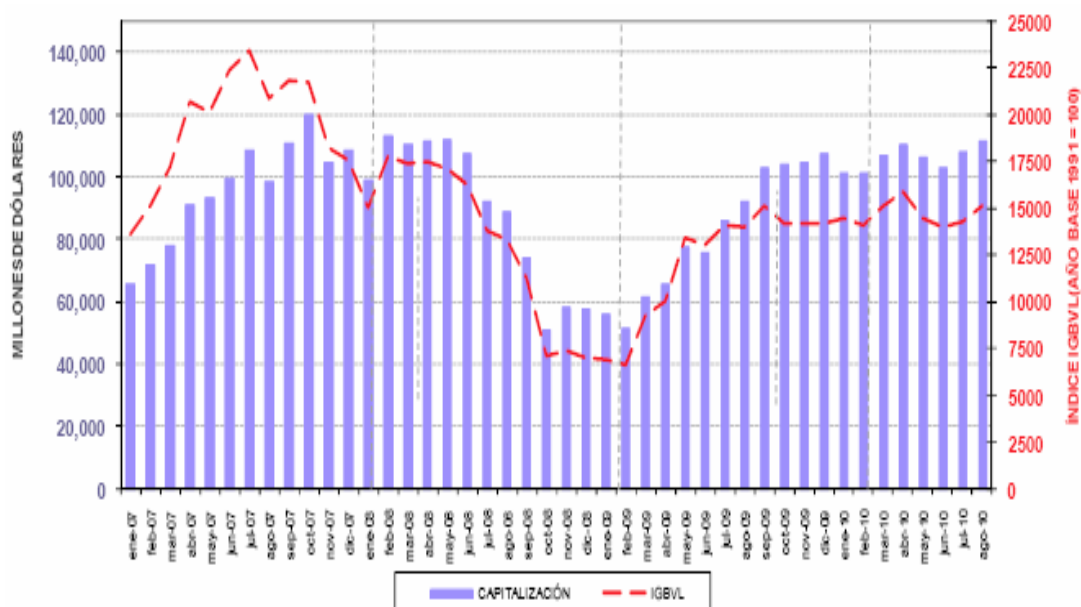


Figura 43. Bolsa de Valores de Lima. IGBVL. Capitalización bursátil

Fuente: CONASEV

Cabe destacar la elevada rentabilidad de la Bolsa de Valores de Perú luego de la crisis internacional, en que las principales bolsas del mundo registran bajísimo nivel de rendimiento y otras negativas durante el periodo diciembre 2009 y agosto 2010, como se puede observar en la siguiente figura N° 44:

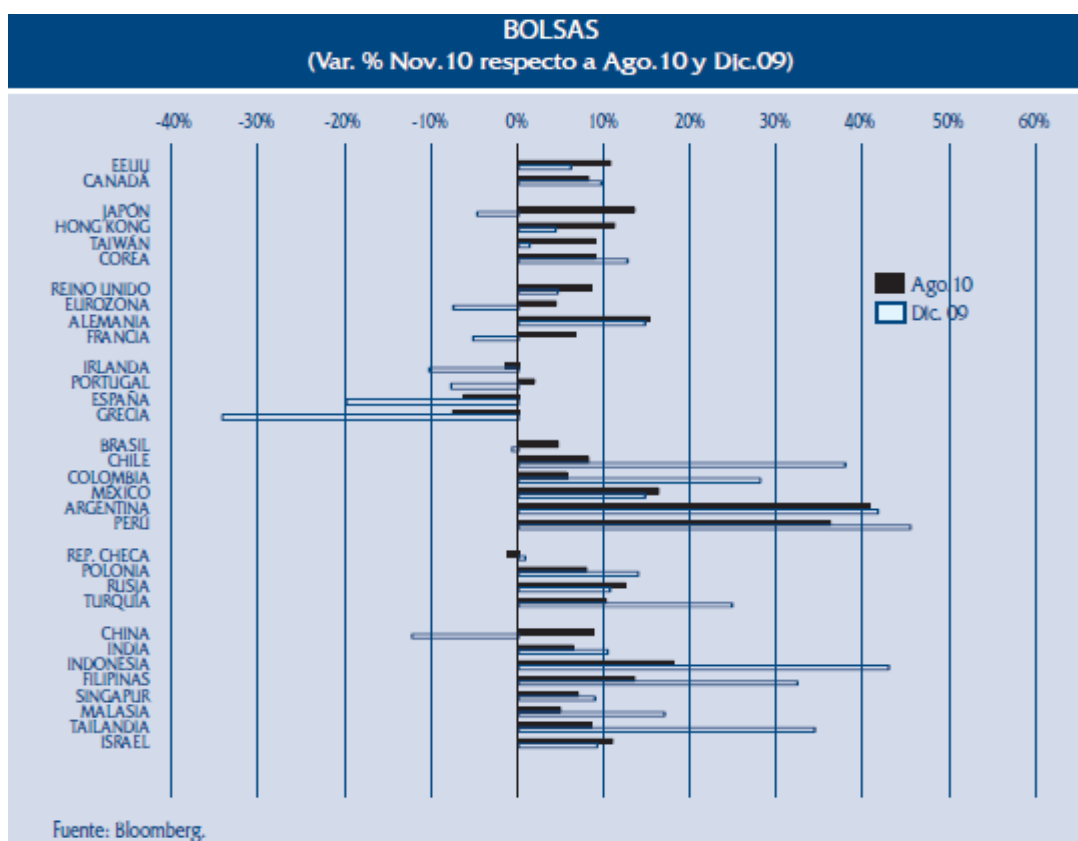


Figura 44. Bolsa de Valores de Lima y Bolsa de Valores del Mundo
Fuente: **CONASEV**

Acerca del fenómeno denominado contagio financiero si, tras la aparición de una "mala noticia" referida a una entidad financiera, a un mercado o a un país, surgen efectos adversos en otras entidades financieras, mercados o países. Resulta problemática la definición así como la cuantificación de la "mala noticia". Por tal motivo, en el debate sobre el contagio no existe un acuerdo general sobre su definición. Según Forbes y Rigbobon (2001) no existe consenso sobre lo que constituye al contagio y cómo debe ser medido.⁴⁴ Por lo general se define el contagio como un incremento de correlación entre mercados sobre la correlación explicable por los fundamentos económicos. Sin embargo, el contagio es un tema importante en los mercados de valores, en especial para los países llamados "emergentes". Así entre 1994 y 2002 hubo seis crisis mayores: México (1994/1995), Sudeste Asiático (1997), Rusia (1998), Brasil (1999), Turquía

⁴⁴ Cita original dice (Forbes y Rigbobon, 2001): "there is no consensus on exactly what constitutes contagion or how it should be defined".

(2001) y Argentina (2001/2002). Incluso, el FMI ha considerado estudiar los efectos nocivos del contagio en los países en vías de desarrollo. Según el FMI los inversores internacionales tienen una tendencia a participar en momentum-trading⁴⁵ y de efecto manada, lo que puede ser desestabilizador para las economías en desarrollo. Los inversores internacionales pueden participar en ataques especulativos contra el tipo de cambio en los países en desarrollo, generando inestabilidad que no puede ser predicha por las variables de desarrollo económico o de otros fundamentos de la política. El riesgo del contagio además se da para los demás países, ya que los inversionistas internacionales pueden retirar el capital de éstos sin que existan factores internos que lo justifiquen.⁴⁶

En la actualidad se ha enfocado el efecto contagio en relación con las crisis financieras, un concepto muy ambiguo y no definido con claridad. El contagio, sin embargo, no sólo está relacionado con crisis y "malas noticias", sino también con los momentos de auge y las "buenas noticias".

Sin embargo, se ha demostrado que los inversionistas recuerdan las crisis y los *cracks* financieros más que las épocas de auge (Kole, 2006). Un mercado susceptible al contagio no sólo afecta a los inversionistas sino a toda la población del país. Por un lado, deja de recibir inversión extranjera para proyectos rentables y, por otro, afecta a los indicadores macroeconómicos. Las agencias calificadoras están entabladas de forma mundial, y son fáctica y oficialmente reconocidas como instituciones encargadas de la evaluación de la solvencia de organizaciones, instituciones y gobiernos. Las agencias están en el nivel más alto y más problemático de la arquitectura financiera mundial. Este negocio está dominado por el duopolio Moody's Investors Service (Moody's) y Standard & Poor's Ratings

45 No existe una definición al español. Es un tipo de inversión que se caracteriza por no tener abierto ninguna posición al finalizar la sesión y aprovechando los movimientos a la alza y la baja en el mercado tratando de ganar al mercado anticipando la inercia.

46 La cita original dice (IMF, 2003:3-4): "international investors have a tendency to engage in momentum trading and herding, which can be destabilizing for developing economies ... international investors may (together with domestic residents) engage in speculative attacks on developing countries' currencies, thereby causing instability that is not warranted based on their economic and policy fundamentals. ...the risk of contagion presents a major threat to otherwise healthy countries, since international investors could withdraw capital from these countries for reasons unrelated to domestic factors."

Group (S&P). De la fusión entre agencias europeas y estadounidenses se creó Fitch Ratings, la cual, aunque es la tercera más grande del mundo, está muy rezagada comparada con las primeras dos.⁴⁷ En el mercado de capitales estadounidense, el 98% de todos los bonos corporativos tienen un rating.

Las agencias calificadoras generan tanto efectos positivos como negativos. Del lado positivo, se puede mencionar que las agencias tienen una visión de "largo plazo". Es decir, la agencia está interesada en saber el valor real de la empresa tomando en cuenta variables tanto macroeconómicas como microeconómicas. Su segunda gran ventaja es que, como actualizan la información cada cierto periodo (mensual, trimestral, etc.), empiezan a generar por la acumulación de evaluaciones un conocimiento específico y único, lo cual justifica el por qué el suyo es un mercado oligopólico tan concentrado. Cualquier competencia tardaría años en obtener dicho conocimiento exclusivo. Para los inversionistas significa que no están obligados a conseguir dicho conocimiento, ya que las agencias emiten un resumen del conocimiento específico en la calificación.

Las crisis bursátiles y los contagios "A lo largo de la historia, tanto los políticos como la gente común han percibido los mercados financieros con una mezcla de desconfianza y de temor. La imaginación popular ha venido asociando a los banqueros con un poder ilimitado consecuencia de su control sobre el dinero en un mundo lleno de hambre y de codicia. La presencia de fortunas creadas y perdidas en cuestión de horas durante manías especulativas y bruscas caídas bursátiles ha contribuido en no poca medida a crear la idea de unos mercados de divisas semejantes a 'casinos glorificados'. Más recientemente, los financieros han sido especialmente vituperados por aquellos gobiernos cuyos caros planes de ingeniería social han saltado por los aires a consecuencia de los colapsos monetarios y de las

⁴⁷ Hay que señalar el hecho de que las dos calificadoras son propiedad de las empresas transnacionales de información más relevantes: Moody's pertenece a Dun & Bradstreet y S&P es propiedad de McGrawHill. Es por consiguiente el mercado oligopólico más fuerte del sistema financiero mundial. Sólo los tres grandes bancos de inversión (Morgan Stanley Dean Witter, Merrill Lynch y Goldman Sachs) y las cuatro grandes agencias informativas (Reuters, AP, UPI y AFP) son mercados con una concentración parecida en sus respectivos oligopolios.

crisis de la deuda". Es por ello que la gente percibe con mayor atención y furia las crisis bursátiles que otras crisis, como pudieran ser las políticas.

Lo anterior genera que los enormes flujos de capital bursátil no sean aprovechados para financiar OPIs, sino únicamente para especular en el mercado secundario.⁴⁸ Por ello los mercados accionarios del Sur son de alta volatilidad; es decir, en ellos ocurren amplias fluctuaciones cotidianas en los precios de las acciones y, como se ha visto en las crisis más recientes, algunas empresas han llegado a realizar operaciones de tipo fraudulento, al no existir -ni a nivel nacional ni a nivel supranacional- los controles efectivos y la supervisión, o los órganos gubernamentales competentes, se desentienden de la vigilancia. Otro fenómeno es el rápido desarrollo de la ingeniería financiera, que ha creado nuevos productos financieros combinando activos financieros con derivados, lo que genera dificultades a las instancias encargadas para crear marcos regulatorios.⁴⁹

4.5.1. Rentabilidad en la bolsa y portafolio de acciones

Para determinar la rentabilidad de la BVL y las alternativas de inversiones que ofrece, lo relacionaremos con el portafolio de acciones, teniendo como referencia la cartera del Índice General de la Bolsa (IGBVL) y el Índice selectivo de la Bolsa (ISBVL), cuya diferencia está que el IGBVL comprende 36 acciones y el ISBVL comprende 15 acciones –vigente a julio del 2010 (ver cuadros 24 y 25). Luego analizaremos el comportamiento de la rentabilidad de cada una de las acciones del IGBVL, considerando el periodo 2008; 2009 y de enero- noviembre del 2010.

De acuerdo al desempeño de las principales acciones a noviembre del 2010, y al comportamiento meramente especulativo, por lo cual, debemos tener en cuenta a las variaciones de las acciones escogidas, fijando siempre un stop

48 El mercado secundario no es malo o insignificante sino todo lo contrario. Un eficiente y profundo mercado secundario garantiza un funcionamiento óptimo para que nuevas empresas adquieran capital mediante ofertas públicas primarias. El problema en América Latina es la enferma relación entre capital primario y secundario, pues el primero es casi inexistente.

49 Por ejemplo, en la crisis *subprime* las calificadoras argumentaron que no tenían metodología alguna para calificar las emisiones de esos derivados, por lo que utilizaban los métodos tradicionales.

loss, es decir, definir hasta cuanto estamos dispuestos a perder, y de producirse este porcentaje, vender automáticamente para evitar perder más; y lo más importante es tener en cuenta: invertir dinero en la Bolsa, que no necesite.

Por otro lado, para entrar en contexto, la Bolsa de Valores de Lima, a fines de noviembre los resultados fueron mixtos, el Índice General subió impulsado por las acciones vinculadas a la demanda interna y algunas mineras pese al nuevo ajuste monetario en China, medida que ya había anticipado el mercado.

El Índice General de la BVL, 26 de noviembre del 2010, el más representativo de la bolsa local, subió 0.07 por ciento al pasar de 20,384 a 20,398 puntos.

El Índice Selectivo de la plaza bursátil limeña, que está formado por las 15 acciones más negociadas en el mercado, cayó 0.07 por ciento al pasar de 29,134 a 29,115 puntos.

El Índice Nacional de Capitalización (INCA), conformado por las 20 acciones más líquidas que cotizan en la BVL, se depreció 0.07 por ciento. Se han lanzado los certificados de participación Inkatrak, en base a las empresas que conforman este índice, como alternativa rentable para pequeños inversionistas, y sobre los cuales hablaremos más adelante.

Estos resultados mixtos son producto de las medidas que está tomando el gobierno chino para frenar la inflación, además de su decisión de reducir sus compras; lo cual no aguantará mucho, debido al crecimiento industrial en ese país, que no se detiene.

Por otro lado, desde se ha observado una reducción de los precios de los metales, como el zinc y el cobre, que han presionado a la baja de los precios de las acciones y su impacto en la Bolsa de Valores de Lima.

Los mercados regionales igualmente cerraron mixtos, y lo mismo ha pasado en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). El índice Dow Jones de la bolsa neoyorquina cayó 0.46 por ciento, mientras el indicador tecnológico Nasdaq subió 0.55 por ciento y el índice Standard & Poor's cayó 0.16 por ciento.

Con respecto al portafolio de acciones analizado durante el periodo 2008 – 2010, la rentabilidad en el 2010 es significativa, luego de la crisis internacional, cuyo impacto en el 2008 de las 36 acciones 34 tuvieron significativa perdida (signo negativo) con respecto a Diciembre del 2007, sin embargo de diciembre 2009 al 26 de noviembre del 2010, de las 36 acciones que conforman el IGBVL solo 4 registraron perdida, el resto tuvieron elevada rentabilidad (ver cuadro 26).

Cuadro 24. Cartera del Índice Selectivo (Vigente a partir del 1 de julio de 2010)

Nº	Nombre de valor	Nemónico	Peso %
1	Volcan "B"	VOLCABC1	14.8282%
2	ADR Buenaventura	BVN	10.3784%
3	Southern	SCCO	6.9143%
4	La Cima Inv.	LACIMAI1	6.5617%
5	Credicorp	BAP	6.1621%
6	Maple Energy	MPLE	6.1266%
7	Cerro Verde	CVERDEC1	6.0298%
8	Austral Group	AUSTRAC1	5.8761%
9	Minsur Inv.	MINSURI1	5.6784%
10	Relapasa	RELAPAC1	5.5066%
11	La Cima	LACIMAC1	5.3994%
12	Atacocha "B"	ATACOBC1	5.3837%
13	Milpo	MILPOC1	5.3494%
14	Intergr Financ Services	IFS	5.0597%
15	Graña y Montero	GRAMONC1	4.7454%

Fuente: **Bolsa de Valores de Lima - CONASEV**

Cuadro 25. **Cartera del Índice General BVL (Vigente a partir del 1 de julio de 2010)**

Nº	Nombre de valor	Nemónico	Peso (%)
1	Volcan "B"	VOLCABC1	8.7966%
2	ADR Buenaventura	BVN	6.1569%
3	Southern	SCCO	4.1018%
4	La Cima Inv.	LACIMAI1	3.8927%
5	Credicorp	BAP	3.6556%
6	Maple Energy	MPLE	3.6345%
7	Cerro Verde	CVERDEC1	3.5771%
8	Austral Group	AUSTRAC1	3.4859%
9	Minsur Inv.	MINSURI1	3.3686%
10	Relapasa	RELAPAC1	3.2667%
11	La Cima	LACIMAC1	3.2031%
12	Atacocha "B"	ATACOBC1	3.1938%
13	Milpo	MILPOC1	3.1735%
14	Intergr Financ Services	IFS	3.0016%
15	Graña y Montero	GRAMONC1	2.8152%
16	Minera IRL	MIRL	2.7786%
17	SIDERPERU	SIDERC1	2.7032%
18	Alicorp	ALICORC1	2.6151%
19	Bco. Continental	CONTINC1	2.5893%
20	Casagrande	CASAGRC1	2.4789%
21	Corp. Aceros Areq Inv.	CORAREI1	2.3163%
22	Luz del Sur	LUSURC1	2.2782%
23	Ferreyros	FERREYC1	2.2535%
24	Agro Ind Pomalca	POMALCC1	2.2448%
25	El Brocal	BROCALC1	2.0848%
26	Cementos Pacasmayo	CPACASC1	1.7344%
27	Scotiabank	SCOTIAC1	1.6921%
28	Candente	DNT	1.6618%
29	EDEGEL	EDEGELC1	1.6170%
30	Telefónica "B"	TELEFBC1	1.6099%
31	Morococha Inv.	MOROCOI1	1.5997%
32	Cementos Lima	CEMLIMC1	1.5422%
33	Rio Alto Mining	RIO	1.5162%
34	Alturas Minerals	ALT	1.1234%
35	Corp. Lindley Inv.	CORLINI1	1.1220%
36	ADR Telefónica S.A.	TEF	1.1151%

Fuente: **Bolsa de Valores de Lima - CONASEV**

Cuadro 26. Cartera del Índice General de la BVL y Rentabilidad (2008-2010)

Nº	Acciones IGBVL	Ticket	Precio de Cierre	Indice de Lucratividad					
			26.Nov.2010	31.12.09 - 26.11.10	%	31.12.08 - 31.12.09	%	31.12.07 - 31.12.08	%
1	Volcan "B"	VOLCABC1	3.46	110.60	10.60	475.80	375.80	18.20	-81.80
2	ADR Buenaventura	BNV	53.82	163.50	63.50	171.50	71.50	67.30	-32.70
3	Southern	SCCO	43.00	138.30	38.30	---	---	---	---
4	La Cima Inv.	LACIMAI1	3.01	131.50	31.50	119.40	19.40	68.00	-32.00
5	Credicorp	BAP	120.50	160.90	60.90	156.90	56.90	68.30	-31.70
6	Maple Energy	MPLE	1.08	114.90	14.90	78.30	-21.70	53.10	-46.90
7	Cerro Verde	CVERDEC1	41.00	191.50	91.50	273.00	173.00	38.50	-61.50
8	Austral Group	AUSTRAC1	0.35	133.60	33.60	112.00	12.00	49.10	-50.90
9	Minsur Inv.	MINSURI1	9.30	145.10	45.10	199.80	99.80	43.60	-56.40
10	Relapasa	RELAPAC1	1.56	70.70	-29.30	211.80	111.80	41.00	-59.00
11	La Cima	LACIMAC1	3.10	130.80	30.80	120.40	20.40	73.60	-26.40
12	Atacocha "B"	ATACOCB1	1.30	80.80	-19.20	190.10	90.10	14.50	-85.50
13	Milpo	MILPOC1	7.14	109.10	9.10	123.20	23.20	126.60	26.60
14	Intergr Financ Services	IFS	33.00	157.90	57.90	229.00	129.00	58.10	-41.90
15	Graña y Montero	GRAMONC1	7.21	257.90	157.90	144.50	44.50	43.90	-56.10
16	Minera IRL	MIRL	1.30	146.10	46.10	93.70	-6.30	135.70	35.70
17	SIDERPERU	SIDERC1	1.83	148.80	48.80	125.50	25.50	33.30	-66.70
18	Alicorp	ALICORC1	6.25	236.20	136.20	207.20	107.20	50.50	-49.50
19	Bco. Continental	CONTINC1	8.00	114.90	14.90	244.70	144.70	75.10	-24.90
20	Casagrande	CASAGRC1	12.74	193.60	93.60	143.00	43.00	38.20	-61.80
21	Corp. Aceros Areq Inv.	CORAREI1	3.24	176.00	76.00	114.00	14.00	47.40	-52.60
22	Luz del Sur	LUSURC1	6.80	167.10	67.10	121.50	21.50	83.60	-16.40
23	Ferreyros	FERREYC1	4.16	183.20	83.20	135.00	35.00	44.50	-55.50
24	Agro Ind Pomalca	POMALCC1	0.73	132.70	32.70	189.70	89.70	34.10	-65.90
25	El Brocal	BROCALC1	51.80	120.50	20.50	321.90	221.90	42.60	-57.40
26	Cementos Pacasmayo	CPACASC1	6.90	221.80	121.80	182.70	82.70	39.40	-60.60
27	Scotiabank	SCOTIAC1	66.20	135.80	35.80	218.20	118.20	54.00	-46.00
28	Candente	DNT	1.25	260.40	160.40	357.10	257.10	7.60	-92.40
29	EDEGEL	EDEGELC1	1.87	160.10	60.10	122.90	22.90	70.10	-29.90
30	Telefónica "B"	TELEFBC1	3.30	98.70	-1.30	136.60	36.60	64.40	-35.60
31	Morococha Inv.	MOROCOI1	0.90	111.10	11.10	279.30	179.30	11.20	-88.80
32	Cementos Lima	CEMLIMC1	43.50	155.20	55.20	133.40	33.40	55.80	-44.20
33	Rio Alto Mining	RIO	1.72	477.80	377.80	102.90	2.90	---	---
34	Alturas Minerals	ALT	0.16	100.00	0.00	320.00	220.00	11.10	-88.90
35	Corp. Lindley Inv.	CORLINI1	1.69	189.90	89.90	---	---	---	---
36	ADR Telefónica S.A.	TEF	67.00	86.50	-13.50	133.30	33.30	71.50	-28.50

Como rereferencia analizaremos el comportamiento de 15 acciones (ISBVL) a través de principales indicadores de mercado en noviembre del 2010, afin de observar sus expectativas, descrito en el siguiente cuadro : 27.

Cuadro 27. Cartera del Índice Selectivo de la BVL

CARTERA DEL INDICE SELECTIVO DE LA BVL								
Nº	Acciones IGBVL	Ticket	Precio de Cierre 26.Nov.2010	Valor Contable 30.Set.2010	P/VC	Frecuencia de Negociación	BPA 30.Set.2010	PER
1	Volcan "B"	VOLCABC1	3.46	1.47	2.35	100.00	0.09	40.71
2	ADR Buenaventura	BVN	53.82	32.37	1.66	100.00	1.73	31.11
3	Southern	SCCO	43.00	6.41	6.71	90.00	3.83	11.23
4	La Cima Inv.	LACIMAI1	3.01	1.54	1.95	100.00	0.30	10.18
5	Credicorp	BAP	120.50	3.88	31.06	100.00	7.07	17.04
6	Maple Energy	MPLE	1.08	1.71	0.63	100.00	---	---
7	Cerro Verde	CVERDEC1	41.00	4.92	8.33	100.00	1.94	21.12
8	Austral Group	AUSTRAC1	0.35	0.22	1.59	100.00	0.01	25.62
9	Minsur Inv.	MINSURI1	9.30	5.78	1.61	100.00	0.66	14.10
10	Relapasa	RELAPAC1	1.56	1.23	1.27	100.00	0.05	28.51
11	La Cima	LACIMAC1	3.10	1.54	2.01	100.00	0.30	10.49
12	Atacocha "B"	ATACOBC1	1.30	0.44	2.95	100.00	0.02	76.47
13	Milpo	MILPOC1	7.14	1.57	4.55	95.00	0.10	73.61
14	Intergroup Financial Services	IFS	33.00	9.72	3.40	95.00	4.36	7.58
15	Graña y Montero	GRAMONC1	7.21	1.19	6.06	100.00	0.35	20.62

Fuente: Bolsa de Valores de Lima - CONASEV

De acuerdo al desempeño de los últimos meses, consideramos acciones con fundamentos económicos y financieros para definir una cartera con un enfoque especulativo, luego del análisis consideramos el portafolio siguiente de acciones, como alternativas de inversiones:

VOLCAN (VOLCABC1): Es la primera productora de zinc en el Perú y la cuarta a nivel mundial. Primera productora de concentrados de plomo y la segunda productora de plata. Sus principales operaciones son Alpamarca, Animón, Cerro de Pasco, Vinchos, Yauli y Chungar. Sus ventas aumentaron en 21%, debido al alza del zinc (14.3%), del plomo (5.4%) y de la plata (29%). Está muy bien cotizada en la bolsa de Lima, muchos piensan que demasiado alto; sin embargo, ha ingresado a la Bolsa de Valores de Madrid, por lo que es de suponer que el precio subirá. Por otro lado, recuérdese que la última vez que subió hasta 18 soles bajó a 15 la semana siguiente, por lo que se espera que los especuladores no provoquen esa variación otra vez, pues las acciones no valen 18 soles. Por otro lado, produce zinc, que se está manteniendo estable con una tendencia al alza por el mantenimiento de proyectos de construcción en China y la India; plata, que es muy probable

que suba en el futuro cercano. Por otro lado, el cobre ha subido en más de US\$ 2,000 por TM desde principios de año, y se espera que se mantenga así, ocasionando grandes ganancias para esta compañía, que posee además, una política de dividendos muy atractiva, por lo que consideramos es bastante segura.

MINSUR INV (MINSURI1): Produce estaño siendo el primer productor en nuestro país, cuyo precio ha bajado, pero en contrapartida, la minera está muy bien manejada el grupo Brescia y pensamos que seguirá sólida en el futuro, probablemente con una rentabilidad mayor en un horizonte de tiempo no menor de 6 meses. Tiene dos unidades principales de operaciones, San Rafael (estaño) y su Refinería en Pisco, que es la planta metalúrgica más moderna del país. Minsur tiene grandes espaldas financieras (2,733 millones de utilidades retenidas); una caja inmensa, por lo que se espera que supere cualquier problema presente, además que no tiene deuda financiera. Reafirmamos que es una acción segura, por las grandes reservas de estaño que posee. Existe un problema potencial en Puno, por las continuas huelgas que afectan a la empresa. Sus ingresos en el tercer trimestre del 2010 de 612 millones se han incrementado en 53.4% con respecto al tercer trimestre del 2009, y su margen neto de aproximadamente 40% es superior, debido a los mayores volúmenes vendidos y el incremento en la cotización del estaño (+41.6% interanual). Describe fuerte posición en Utilidades Retenidas (S/. 2,733 millones) que le da la capacidad de solventar nuevos proyectos y la distribución de dividendos en efectivo. No tiene deuda financiera. Excelente manejo gerencial. Margen neto superior al del mercado, alrededor del 40% trimestralmente. La empresa espera que una vez que entre en producción el proyecto aurífero de Pucamarca (Tacna) se produzcan unas 70,000 onzas anuales.

Por otro lado, se espera un alza cuando inicie su proyecto aurífero de Pucamarca en Tacna.

LA CIMA INV (LACIMAI1): Gold Fields La Cima, subsidiaria de Gold Fields Limited, tiene como principal unidad minera a Cerro Corona que realiza

explotaciones a tajo abierto de un yacimiento de cobre y oro, procesando el mineral mediante molienda y flotación, con una capacidad de 17,000 toneladas por día. Desde el inicio, ha tenido resultados por encima de los estimados del mercado, aparte que se mantiene explorando para aumentar sus reservas. Ha reportado utilidad neta por más de 140.1 millones en el tercer trimestre y con este resultado suma 312.4 millones de utilidad en el 2010, superando la ganancia del año pasado. Tiene una fuerte posición de caja para realizar actividades de exploración y financiar nuevos proyectos. Por otro lado, la tendencia de los precios del oro y el cobre generan un panorama favorable para la empresa, que tiene además un alto margen de operación.

CASAGRANDE (CASAGRC1): Constituida en 1997 como subsidiaria de Corporación Azucarera del Perú, que posee el 57.1% de su capital social. Su actividad consiste en el cultivo e industrialización de la caña de azúcar, así como la comercialización de los productos y subproductos derivados de su actividad. Sus ingresos totales han aumentado 101.4% respecto al tercer trimestre de 2009. Sus gastos financieros acumulados han caído en 50% lo que ha mejorado su margen neto (40.8%). El precio internacional del azúcar debería permanecer en niveles superiores a los 25 centavos por libra, debido a las restricciones de oferta de Brasil y la India.

SCOTIABANK (SCOTIAC1): El Grupo Scotiabank es una de las instituciones financieras líderes de Norteamérica. Al 31 de agosto su participación de mercado es de 15.0% en depósitos y de 15.8% en créditos directos según ASBANC, y cuenta con US\$ 1,143 millones de patrimonio. El margen financiero bruto ha sido 4% superior al tercer trimestre del 2009 y la utilidad ha alcanzado los US\$ 183 mil millones, superior en 20% a los obtenidos 12 meses atrás. Tiene un nivel de provisiones adecuado para la cartera de créditos y buen posicionamiento en términos de colocaciones brutas. Por lo tanto, sus acciones tienen una tendencia al alza a corto y largo plazo, si bien la acción cerró a S/. 66.20, se espera que rompa y suba hasta S/. 75.00, considerando un stop loss por debajo de S/. 60.00, cabe señalar que algunos agentes de bolsa recomiendan comprar esta acción

principalmente porque tiene un PER de 13.1, que es bajo dentro del sector financiero (15.3).

CORPORACION ACEROS AREQUIPA (CORAREI1): Esta empresa siderúrgica cuenta con una amplia gama de productos y aplicaciones para cubrir la demanda de manera personalizada, solucionando inclusive requerimientos puntuales sin perder eficiencia y calidad. Cuenta con la mayor presencia en el mercado de aceros para construcción y ha extendido su posicionamiento debido a sus políticas de calidad. Han vendido 514 millones de soles que significan un aumento del 2% respecto al tercer trimestre de 2009, y tiene un margen promedio en este año del 20%. Ha reducido su deuda de corto plazo (pasó de 88.3% en 2009 a 64.9% al cierre del tercer trimestre, lo cual significa una menor carga de gastos financieros. Se espera que estas acciones tengan un aumento del 22.5% y lleguen hasta 3.80 soles. Cabe señalar que cerraron a 3.24 el último viernes. Como referencia destacaremos principales indicadores de solvencia o endeudamiento y de rentabilidad de Lacima, Minsur, Volcan y Casagrande. (Ver cuadros 29 y 30; respectivamente)

Cuadro 28. Ratios de endeudamiento LACIMA, MINSUR, VOLCAN y CASAGRANDE

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO								
RATIO	LACIMA1		MINSUR1		VOLCANBC1		CASAGRC1	
	3T10	3T09	3T10	3T09	3T10	3T09	3T10	3T09
Solvencia	2.71	2.18	13.16	15.64	3.21	3.19	2.63	2.36
Endeudamiento	1.71	1.18	12.16	14.64	2.21	2.19	1.63	1.36
Apalancamiento	0.37	0.46	0.08	0.06	0.31	0.31	0.38	0.42
Apalancamiento de Capital	2.15	2.11	4.17	3.68	2.15	2.12	1.76	1.58
Endeudamiento de Activo Fijo	0.37	0.59	0.16	0.18	0.53	0.60	0.33	0.39

Fuente: Bolsa de Valores de Lima - CONASEV

Cuadro 29. Ratios de rentabilidad LACIMA, MINSUR, VOLCAN y CASAGRANDE

RATIOS DE RENTABILIDAD								
RATIO	LACIMA11		MINSUR11		VOLCANBC1		CASAGRC1	
	3T10	3T09	3T10	3T09	3T10	3T09	3T10	3T09
Margen de Utilidad Bruta	0.67	0.45	0.82	0.78	0.48	0.39	0.59	0.36
Margen de Utilidad Operativa	0.57	0.41	0.76	0.74	0.36	0.24	0.59	0.35
Margen de Explotación a Ventas	0.56	0.38	0.68	0.77	0.52	0.53	0.58	0.28
Rendimiento sobre el Patrimonio	0.16	0.11	0.17	0.13	0.18	0.12	0.17	0.05
Rendimiento sobre el Capital	0.22	0.13	0.66	0.45	0.26	0.18	0.18	0.05
Rendimiento sobre los Activos	0.10	0.06	0.16	0.12	0.12	0.08	0.10	0.03
Rentabilidad por Acción	295.59	178.05	659.50	454.88	85.00	59.00	1,830.00	480.00
Valor Contable	1,840.13	1,555.40	3,857.76	3,441.48	479.47	484.31	10,991.28	9,111.76
a) Rotación de activos	0.32	0.23	0.38	0.24	0.31	0.25	0.23	0.14
b) Margen Operativo	0.27	0.16	0.39	0.34	0.38	0.29	0.42	0.12
c) Margen de Utilidad Neta	0.31	0.27	0.41	0.51	0.39	0.34	0.44	0.22
ROA	0.09	0.04	0.15	0.08	0.12	0.07	0.10	0.02
ROE	0.22	0.13	0.66	0.45	0.26	0.18	0.18	0.05
Efectos del apalancamiento	2.53	3.65	4.44	5.40	2.21	2.51	1.87	2.83

Fuente: Bolsa de Valores de Lima - CONASEV

- a. **Liquidez:** En todos los casos analizados, los ratios de liquidez resultan mayores a 1, lo cual nos indica que estamos frente a empresas de alta liquidez, poniendo especial atención a MINSUR, donde el índice de liquidez mayor a 4, se explica por las utilidades retenidas por S/. 2,733 millones, que se explicó anteriormente.
- b. **Endeudamiento:** Las empresas analizadas son además solventes, puesto que dicho índice es mayor a 1 en todos los casos, es decir, cuenta con mayores recursos por cada unidad de pasivo, de modo que puede enfrentarlo sin problemas. Nuevamente destaca el tema de MINSUR, por las razones aludidas anteriormente. Respecto al endeudamiento, también al ser en todos los casos mayor a 1, nos indica que los recursos propios de la empresa son mayores a los recursos de terceros. Comparativamente a excepción de MINSUR, que cuenta con una gran caja para afrontar de todo; en las 3 empresas restantes, vemos que ha disminuido respecto al año anterior, lo cual quiere decir que las empresas tienen menos deudas

que antes, lo cual es prometedor. Por otro lado, los índices de apalancamiento nos indican en qué porcentaje los activos de la empresa están financiados. Vemos otra vez que a excepción de MINSUR, las restantes se han mantenido o han bajado sus deudas.

- c. **Rentabilidad:** Los márgenes de utilidad son bastante interesantes en los 4 casos, destacando el buen manejo gerencial de MINSUR, puesto que sus márgenes de rentabilidad son envidiables. En cuanto a la rentabilidad por acción, es de destacar Casagrande, que pese a la restricción de Brasil y la India, ha crecido descomunalmente y esta tendencia se debería mantener. Aparte, en los 4 casos el ROA y el ROE han crecido, lo cual indica que las empresas han crecido en rentabilidad.
- d. **Gestión y Rotación:** Las 4 empresas han ganado eficiencia, puesto que las rotaciones de capital de trabajo e inversión han aumentado. También la rotación de existencias ha crecido a excepción de LA CIMA, que ha tenido una pequeña caída, que consideramos no significativa porque en 3 trimestres de este año, ha logrado una mayor utilidad neta que en todo el año anterior.

Finalmente, la Bolsa ha lanzado recientemente los certificados de participación Inkatrack, como una alternativa “atractiva” de inversión para pequeños inversionistas, mediante el cual, los inversionistas adquieren un paquete de 20 acciones diferentes, para reducir el riesgo de pérdida. Estas 20 acciones, son las que conforman el INCA: Buenaventura, Southern, Credicorp, Volcan, Cerro Verde, Minsur, Banco Continental, Casagrande, Ferreyros, entre otras. Particularmente, pensamos que cuando los montos negociados en la BVL eran altos, las principales sociedades agente de bolsa, no recibían a pequeños inversionistas. Como los metales están bajando, los montos negociados han bajado y ahora quieren a pequeños inversionistas por conveniencia, para venderles acciones mineras caras. Asimismo, desde la turbulencia del 2008 ocasionada por la crisis internacional, mucha gente está migrando de renta variable a renta fija; por

lo cual, se necesitan nuevos inversionistas, por lo que se consideran no comprar estos certificados.

4.6. Presentación de resultados

Los resultados se establecen considerando las principales variables de estudio, comprendido en las encuestas aplicadas a una muestra de 35 empresas.

Así tenemos que, entre los resultados relacionados a la hipótesis general: La deficiente regulación y promoción del Mercado de Valores del Perú retrasa el acceso de empresas a este mercado, se pueden destacar:

- a) Sólo el 26% de las grandes empresas encuestadas conoce ampliamente el mercado de valores; el 29% está algo informado, el 28% conoce muy poco sobre él y el 17% restante no tiene ningún conocimiento sobre el mismo.

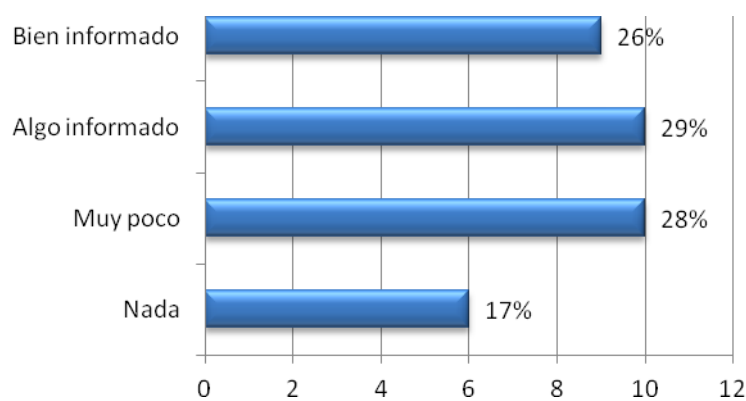


Figura 45. Nivel de conocimiento de las grandes empresas sobre el mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

- b) El 57% del total de la población estudiada no conoce las ventajas y/o beneficios que brinda el mercado de valores. Asimismo, el 63% de las empresas que afirmaron conocer el mercado de valores tampoco conoce dichas características del mercado.

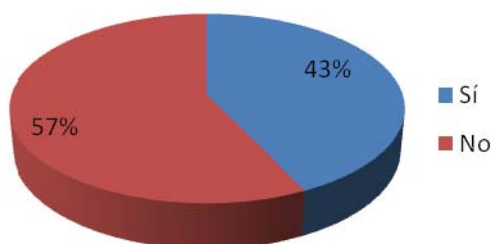


Figura 45. Conocimiento de las grandes empresas de las ventajas y beneficios del mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores

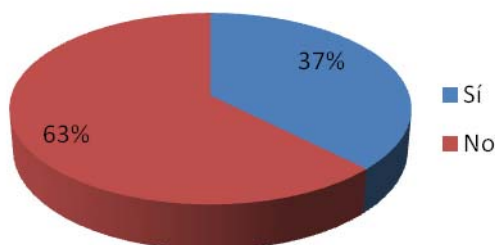


Figura 47. Conocimiento sobre el mercado de valores y sus ventajas y beneficios

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores

- c) El 51.43% de la población estudiada considera el mejoramiento de la difusión de la cultura de valores como una motivación para ingresar al mercado de valores.

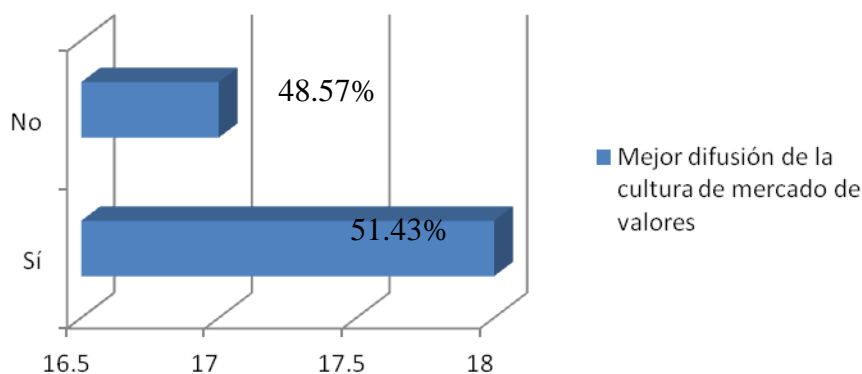


Figura 48. Empresas que identifican la mejor difusión de la cultura de valores como motivación para ingresar al mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores

Respecto a los resultados relacionados a la hipótesis específica N° 1: La disminución de costos financieros y la reducción de trámites burocráticos, originarán un mayor acceso al mercado de empresas nacionales, con lo cual aumentarán sus opciones de financiamiento de largo plazo, se pueden destacar:

- a) El 46% de las grandes empresas materia de estudio señalan que no participan en el mercado de valores por los altos costos y por preferir no divulgar información de su empresa.

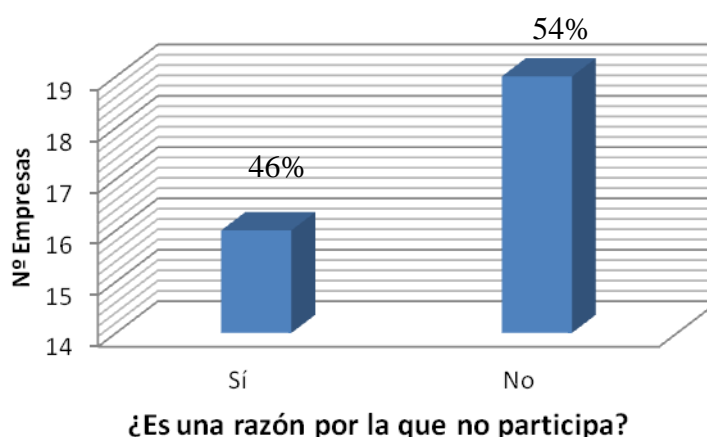


Figura 49. Los altos costos y la participación de las empresas en el mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

- b) Otro 40% de las grandes empresas materia de estudio manifiestan que no participan por la regulación engorrosa que esto implica.

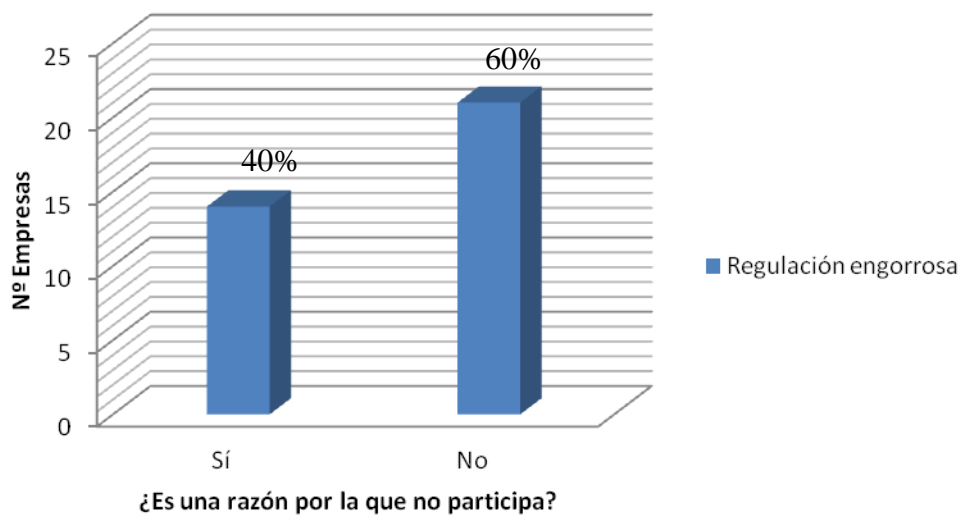


Figura 50. La regulación engorrosa y la participación de las empresas en el mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

Cabe destacar que las razones de las grandes empresas para no participar en el mercado de valores se desagregan en la siguiente figura:

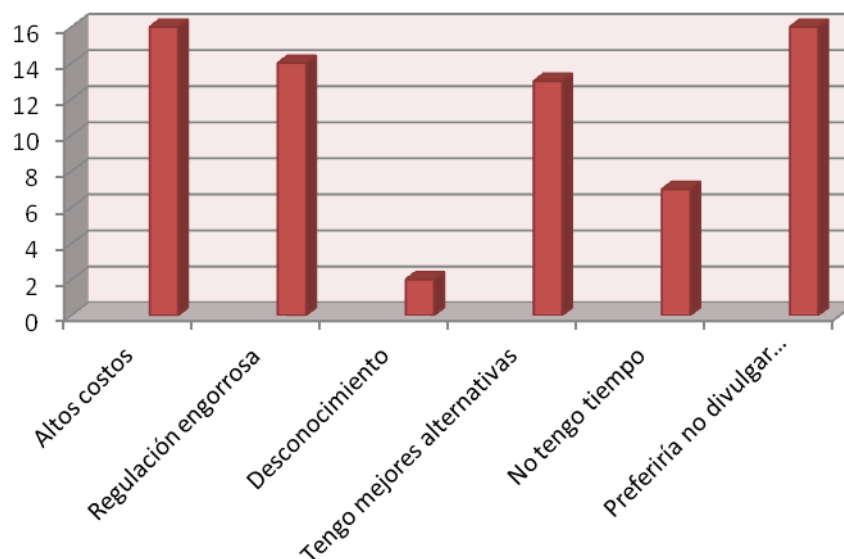


Figura 51. Razones que inhiben la participación de las grandes empresas en el mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

- c) En relación a las motivaciones para ingresar al mercado de valores, se establece que el 37% de las grandes empresas describen flexibilización de requisitos.

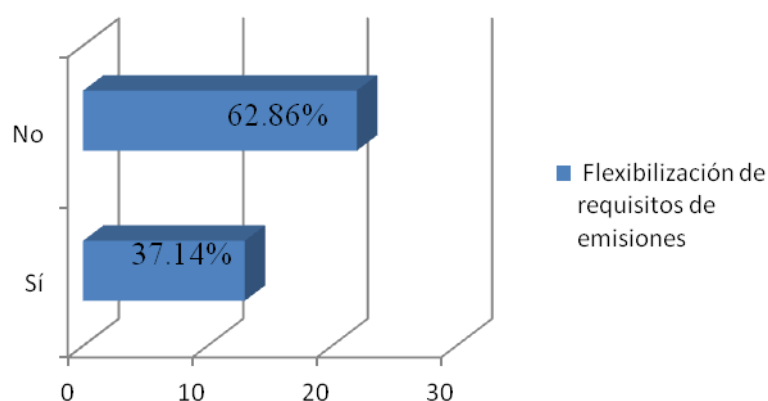


Figura 52. Empresas que identifican la flexibilización de requisitos de emisiones como motivación para ingresar al mercado de valores

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

El 51% por reducción de costos asociados a las emisiones.

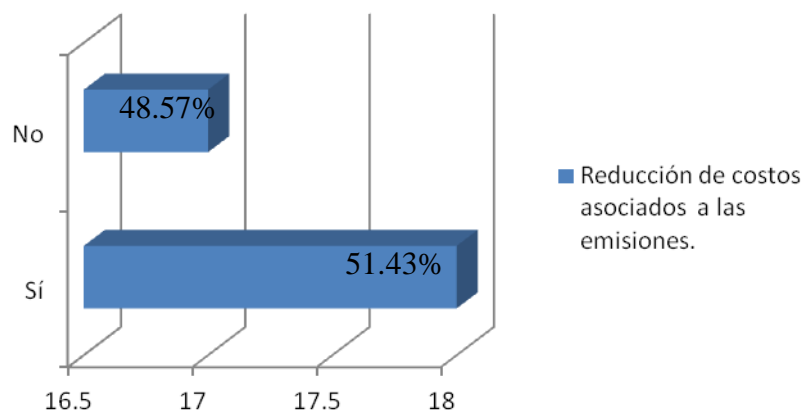


Figura 53. Empresas que identifican la reducción de costos asociados a las emisiones como motivación para ingresar al mercado de valores
Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

Y el 37% por financiamiento a menor tasa que en el sistema bancario.

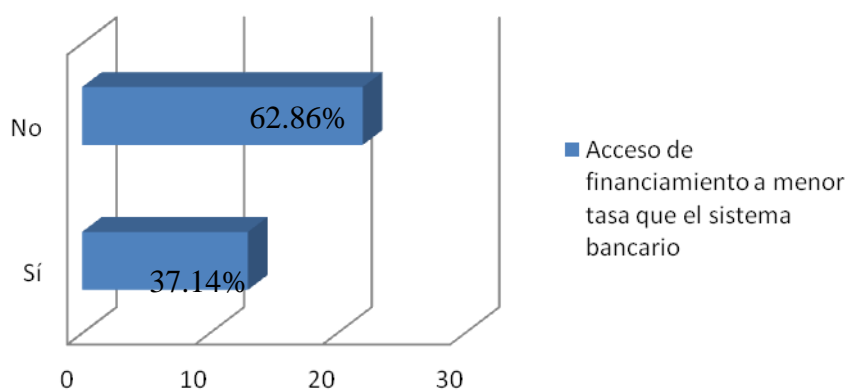


Figura 54. Empresas que identifican el acceso de financiamiento a menor tasa que el sistema bancario como motivación para ingresar al mercado de valores
Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

- d) También, entre los resultados se destaca que el 71% de la población en estudio señala como segundo factor más limitante de la economía

a las barreras burocráticas; por ende, su disminución tendría un impacto positivo en su participación en el mercado de valores.

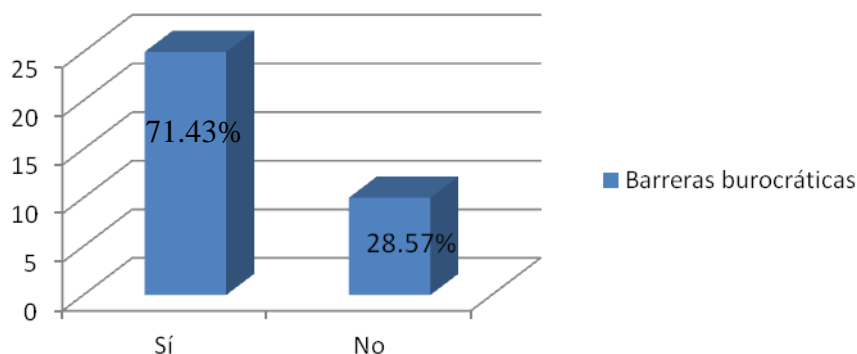


Figura 55. Empresas que identifican las barreras burocráticas como un factor limitante de la economía.

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

Entre los resultados relacionados a la hipótesis específica N°2: La estabilidad económica, originará que las empresas opten por incursionar con mayor fuerza en el mercado de valores, situación que les permitirá financiar sus programas de inversión, se puede destacar la apreciación de los empresarios sobre el crecimiento económico del país en los últimos años:

- a) El 60% de las grandes empresas que formaron parte de la muestra señala haber mejorado su situación económica en el último año; sin embargo, no participa en el mercado de valores.

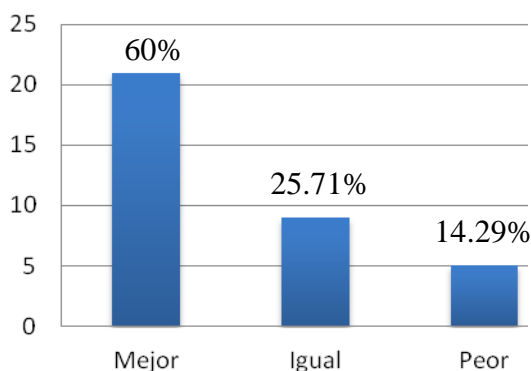


Figura 56. Situación económica de las empresas en el 2010; respecto al 2008-2009

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

El anterior comportamiento se ve reflejado en el importante nivel de ingresos que han tenido las empresas en el 2009

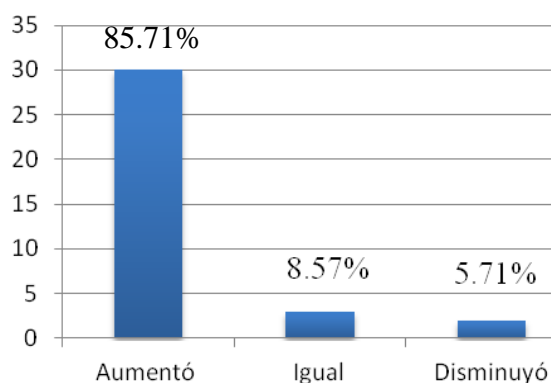


Figura 57. Nivel de ventas de las empresas en el 2010; respecto al 2008-2009

Fuente: Encuesta realizada a 35 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

4.7. Prueba de hipótesis

El análisis de los resultados obtenidos comprueban la hipótesis general: La deficiente regulación y promoción del Mercado de Valores del Perú retrasa el acceso de empresas a este mercado. Esta afirmación se sostiene en los resultados referentes a la no participación de las grandes empresas, según los resultados de las encuestas descritos en el punto anterior (4.6), los cuales sustentan la falta de difusión y promoción del mercado de valores en el sector empresarial e institucional del país.

De igual manera, las encuestas respaldan la hipótesis específica N° 1: La disminución de costos financieros y la reducción de trámites burocráticos, originarán un mayor acceso al mercado de empresas nacionales, con lo cual aumentarán sus opciones de financiamiento de largo plazo. En el análisis de los resultados ciertamente refieren que una disminución de costos y trabas impulsaría la participación de las empresas en el mercado de valores.

De otro lado, cabe mencionar que la hipótesis específica N° 2: La estabilidad económica, originará que las empresas opten por incursionar con mayor fuerza en el Mercado de Valores, situación que les permitirá financiar sus programas de inversión, no se sustenta con los resultados hallados en relación a la estabilidad económica; no obstante, el impacto favorable del crecimiento en las empresas que manifiestan.

4.8. Aportes más importantes de la investigación

La investigación determina que el mercado de valores peruano cuenta con poca participación del sector empresarial del país, explicado en que 769 empresas de 913 grandes empresas no participan en el mercado de valores; es decir, el 84% de empresas calificadas económica y financieramente no prefieren al mercado de valores.

El mercado de valores constituye una importante fuente de financiación para el sector empresarial e instituciones públicas en el Perú; así como una alternativa para la inversión; sin embargo, en el resultado de la investigación se determina que el 46% de las grandes empresas no participan en el mercado de valores por los altos costos. Asimismo, el 46% no participa en el mercado por preferir no divulgar la información de su empresa.

El mercado bursátil describe una tendencia de elevada rentabilidad en la región latinoamericana, como la elevada rentabilidad de 117.75% (IGBVL) en el 2009, pese a una notable caída en el 2008 del -61.52% (IGBVL) como consecuencia de la crisis internacional del 2008.

De otro lado, según la encuesta una gran empresa describe que no participa en el mercado de valores por contar con costos financieros de sus préstamos de bancos inferiores a la tasa de referencia del Banco Central de Reserva del Perú (3.5%, febrero 2011).

CONCLUSIONES

1. El Mercado de Valores constituye una importante alternativa de financiamiento para el sector empresarial peruano, cuya característica se puede apreciar a través de los mecanismos de oferta pública primaria de bonos, en que tuvo una evolución ascendente durante los años 2003-2009, alcanzando los valores inscritos el monto de \$ 7,046 millones en el 2009, superior a los \$ 1,759 en el 2003.
2. El mercado de valores peruano aún es incipiente debido a la poca participación de inversionistas y, de otro lado, la reducida participación de empresas con destacadas calificaciones económicas y financieras para acceder a este mercado, como ocurre que de las 913 grandes empresas solo 144 participan en el mercado.
3. La legislación vigente del mercado de valores encarece el costo de acceso de empresas a emitir bonos y acciones. Esta exigencia se debe a los elevados trámites en el proceso que a su vez elevan el costo de las emisiones, lo que hace que se requiera un monto mínimo de emisión de 5 millones de dólares para bonos y de 50 millones de dólares para acciones.
4. Resulta inflexible la Ley de Mercado de Valores en los requisitos exigidos para las ofertas públicas primarias como la obligación de contar con una unidad estructuradora, un agente colocador y dos clasificadoras de riesgo, elevando los costos fijos de emisión de bonos corporativos.
5. En la medida que el mercado de valores se integre con otros mercados como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), iniciado con la integración con la Bolsa de Valores de Colombia y posteriormente Chile, se ampliaría la oferta de instrumentos financieros posibilitando mayores inversiones de las AFP's en vez de seguir invirtiendo volumen importante en otras empresas extranjeras.

6. Se deben desarrollar mecanismos de protección para los accionistas minoritarios impulsando medidas eficaces de transparencia, como decisiones oportunas que adopte CONASEV (Caso CALLALTÍ, TUMAN) promoviendo equidad para todos los involucrados en el mercado de valores peruanos.
7. Las operaciones en el mercado bursátil han venido describiendo una tendencia creciente y muy activa de acuerdo al crecimiento del PBI. Esta evolución podría apreciarse en su rentabilidad generada entre el 2003 y 2009, en que el 2003 la rentabilidad fue de 76.34% (IGBVL) para alcanzar un elevado nivel de 117.75% (IGBVL) en el 2009, luego de una notable caída en el 2008 del -61.52% (IGBVL). Características que describen un mercado bursátil peruano muy atractivo.
8. Los accionistas minoritarios deben tener la posibilidad de participar en un comité de auditoría para que sus decisiones tengan influencia y repercutan en sus acciones.
9. CONASEV debe desarrollar acciones de comunicación más amplias para difundir entre pequeños y medianos empresarios, profesionales y población en general acerca de los beneficios y ventajas del mercado de valores.
10. Los costos de transacción de las operaciones en la Bolsa de Valores se deben reducir eliminando costos deficientes que limitan la participación de pequeñas y medianas empresas al no contar con la magnitud adecuada como para diluir dichos costos de transacción.
11. El buen gobierno corporativo es un elemento esencial en la búsqueda de eficiencia de una Bolsa de Valores, puesto que contempla aspectos de gestión relacionados con la gerencia empresarial, el Directorio, los accionistas y los grupos de interés en torno a la empresa.

RECOMENDACIONES

1. Se debe profundizar la cultura con filosofía de cambio en que se destaquen las bondades para los inversionistas individuales y las ventajas así como costos competitivos de financiamiento para el sector empresarial e institucional.
2. Se debe adoptar medidas de flexibilización de la normatividad vigente que propicien la eficiencia y la reducción de los costos de acceso de empresas al mercado; así como la promoción eficaz de los beneficios y ventajas del mercado de valores en los centros educativos, gremios empresariales e instituciones en general.
3. Se debe promover el desarrollo del mercado bursátil a través de los emisores que actúan en el mercado primario para que inscriban sus valores en el mercado bursátil permitiendo el acceso a la liquidez a los inversores primarios y propiciando la mayor oferta de instrumentos financieros.
4. Se debe impulsar medidas y reformas del órgano regulador - Conasev para promover ventajas, beneficios y el acceso de las empresas objetivo de alrededor de 769 grandes empresas que no participan en el mercado de valores.

BIBLIOGRAFÍA

1. RODRÍGUEZ, V. (2008). *Financiamiento de las medianas empresas en el mercado primario de valores*. Tesis de licenciatura en Derecho. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Derecho y Ciencia Política.
2. MONTOSO, C. y NAVARRO, A. (2010). *Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana*. Revista Estudios Económicos BCRP. Lima: BCRP, ed. N° 19.
3. BALBAS, A. (2008). *Las Matemáticas de la Economía Financiera*. Revista Real Academia de Ciencias: Exactas, Físicas y Naturales. Madrid: RAC, vol. 102 - N° 1.
4. MARKOWITZ, H. (1952). *Portfolio Selection*. The Journal of Finance. Vol. 7, N° 1.
5. TOBIN, J. (1969). *A general equilibrium approach to monetary theory*. Journal of Money Credit and Banking, Vol. 1, N° 1.
6. BLACK, F. y M. SCHOLES (1973). *The pricing of options and corporate liabilities*. The Journal of Political Economy, N° 81.
7. ROSS, S. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. Journal of Economic Theory, Vol. 13, N° 3.
8. MERTON, R. (1973). *Theory of Rational Option Pricing*. Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4.

9. CARNEIRO, M., CÉPEDA P., TAVERA E. y VELÁSQUEZ H. (2009). *Guía PUCP para el Registro y el citado de Fuentes Documentales*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
10. PERÚ TOP PUBLICATIONS SAC (2010). *Perú: The top 10,000 companies 2010*. Lima: Perú Top Publications SAC.
11. MACROCONSULT (2004). *Desarrollo de Mecanismos que faciliten el acceso de nuevos emisores al Mercado de Valores*.
12. MASCAREÑAS, J. y CACHÓN, J. (1996). *Activos y Mercados Financieros: Las Acciones*. Madrid: Ediciones Pirámide S.A.
13. LEY DEL MERCADO DE VALORES. Decreto Legislativo N° 861. Fecha 22/10/1996.
14. LEY DE TÍTULOS VALORES. Ley N° 27287. Fecha 19/06/2000.
15. LEY GENERAL DE SOCIEDADES. Ley N° 26887. Fecha 09/12/1997.
16. LEY GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL SISTEMA DE SEGUROS Y ORGÁNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS. Ley N° 26702. Fecha 09/12/1996.
17. STIGLITZ, J. y WEISS, A. (1981). *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. American Economic Review, vol 71, N° 3.
18. STIGLITZ, J. (1988). *Economía del sector público*. Barcelona: Antoni Bosch Editores.
19. STIGLITZ, J. (2002). *El malestar de la globalización*. Argentina: Editorial Taurus.
20. STIGLITZ, J. (2003). *Los felices 90. La semilla de la destrucción*. Argentina: Santillana Ediciones Generales.
21. SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS (2002), *Tiempo de Ejecución de Garantías y su Impacto en el Mercado Crediticio*.

22. DIETERICH, H. (2008). *Nueva Guía para la Investigación Científica*. Lima: Fondo Editorial UCH.
23. NIMA, G. (2009). *Los Determinantes del ahorro bancario en el Perú: 1999-2008*. Tesis para optar el grado de Magíster en Economía con Mención en Finanzas. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Economía.
24. BRUGGER, J. y SAMUEL, I. (2010). *Capital especulativo y crisis bursátil en América Latina. Contagio, crecimiento y convergencia. (1993 - 2005)*. Tesis para optar el grado de Doctor en Economía. México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.
25. SZIGETHI, J. (2007). *Diversificación utilizando commodities*. Tesis para optar al título de Ingeniero Civil Industrial. Santiago de Chile: Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas.
26. JORQUERA, C., NÚÑEZ, A., ROMERO, L. *Bonos de alto rendimiento: ¿una forma viable de financiamiento en la pequeña y mediana empresa?*
27. ANDRADE, S. y CALERO, E. (2006). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PYME) en Ecuador*. Tesis presentada para la obtención del grado de Ingeniero Empresarial. Quito: Escuela Politécnica Nacional, Escuela De Ciencias.
28. BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A., FUNDA-PRÓ, PROFIN y SWISSCONTACT (2007). *Financiamiento de pymes a través del mercado de valores*. La Paz: Bolsa Boliviana de Valores S.A., FUNDA-PRÓ, PROFIN y SWISSCONTACT.
29. ZORRILLA, J. (2003). *La administración de riesgos financieros en las Pymes de exportación. Estudio de Caso: Zona Conurbana Veracruz-*

Boca del Río. Tesis presentada para obtener el título de Licenciado en Economía. Veracruz: Universidad Veracruzana, Facultad de Economía.

30. Emilio Zevallos V. 2006 OBSTÁCULOS AL DESARROLLO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN AMÉRICA LATINA, FUNDACIÓN PARA EL DESARROLLO SOSTENIBLE EN AMÉRICA LATINA.
31. GÓMEZ, A., GARCIA, D. y MARÍN, D. L. (2009). *Restricciones a la financiación de la PYME en México: una aproximación Empírica*. Análisis Económico, vol. 24, N° 57.
32. BENAVENTE, J., GALETOVIC, A. y SANHUEZA, R. (2005). *La dinámica industrial y la financiación de las pyme el trimestre económico*. Vol. 72 (2), N° 286.
33. AGOSIN, M. (1996). *Inversión Extranjera Directa en América Latina*. Santiago de Chile: BID y FCE.
34. FORBES, K., y RIGOBON, R. (2002). *No contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements*. Journal of Finance, N° 57.
35. WEI, X. (2001). *¿Can indeterminacy resolve the consumption correlation puzzle?* , Society for Computational Economics, N° 209.
36. SCHARFSTEIN, D. y STEIN, J. (1990). *Herd behavior and investment*. American Economic Review, N° 80.
37. CHATURVEDI, S. (2008). *Development Assistance*.
38. GONZALES, E. y SAMAMÉ, L. (1991). *El péndulo peruano, políticas económicas, gobernabilidad y desarrollo 1963-1990*. Lima: Instituto de Estudios Peruanos.

39. LOAYZA Norman, SCHMIDT-HEBBEL Klaus y SERVEN Luis. *Una revisión del comportamiento y de los determinantes del ahorro en el mundo*. Santiago de Chile. Banco Central de Chile. 2001. Documentos de trabajo N° 95. 36p
40. LOPEZ Ricardo, NAVAJAS Fernando, URBIZTONDO Santiago, MOSKOVITZ Cynthia. *Determinantes del Ahorro interno: El caso argentino*. Washington, D.C. Banco Interamericano de Desarrollo. 1998. 55p.
41. MORALES Alonso. *Asimetría Informativa*. Lima 2007. 16p Portal Legal. Página web: www.teleley.com
42. BEBCZUK Ricardo. *Información asimétrica en mercados financieros*. Madrid. Cambridge University Press. 2000. 245p.
43. FABOZZI Frank, MODIGLIANI Franco, FERRI Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 698 páginas, México 1996.
44. Perú Top Publications SAC. 2010 "PERÚ: THE TOP 10,000 COMPANIES 2010"; Perú Top Publications SAC. Lima.

ANEXOS

Anexo 1. Cuestionario de investigación sobre el Mercado de Valores

“DEFICIENCIAS ESTRUCTURALES DE LA OFERTA DE ACTIVOS FINANCIEROS EN EL
MERCADO DE VALORES DEL PERU” (2000 – 2009)

Solicitamos su apreciable colaboración, respondiendo cada una de las cuestiones que se presentan a continuación:

1. Datos de la empresa:

Razón social:

.....
.....

1.1. Tipo de empresa:

Sociedad Anónima Cerrada S.A.C.	()
Sociedad Anónima Abierta - S.A.A.	()

1.2. Sector al que pertenece

Agropecuaria	()
Banca y Finanzas	()
Comercio	()
Industria	()
Minería, Petróleo y Energía	()
Pesca	()
Servicios	()

1.3. Pertenece su empresa a un grupo familiar:

Si ()

No ()

A. DESEMPEÑO DE LA EMPRESA

1. La situación económica de su empresa en el año 2010, respecto de los años (2008 – 2009) diría usted que está:
1.1. Mejor () 1.2. Igual () 1.3. Peor ()
2. La inversión en maquinarias, equipos, edificios, vehículos, respecto de los años (2008 – 2009) en su empresa:
2.1. Aumentó () 2.2. Igual () 2.3. Disminuyó ()
3. Sus ventas respecto a los años anteriores (2008 – 2009):
3.1. Aumentó () 3.2. Igual () 3.3. Disminuyó ()
4. De acuerdo a su experiencia, identifique el o los problema al se enfrentó su empresa en el ejercicio de su actividad durante el año 2010: marque la opción

4.1. Costo de los insumos	()	
4.2. Financiamiento	()	Liquidez: Si () No ()
4.3. Costos financieros	()	Tasa?
4.4. Competencia	()	
4.5. Exigua demanda	()	
4.6. Impuestos	()	
4.7. Situación política	()	
4.8. Precios	()	

5. Frecuencia con la que su empresa realiza planes financieros:
5.1. Una vez () 5.2. Cada () 5.3. Nunca ()
al año semest.

B. MERCADO DE VALORES

6. Indique el grado de conocimiento que usted tiene sobre la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – **CONASEV**

6.1. Nada	()
6.2. Muy poco	()
6.3. Algo informado	()	pase a la siguiente pregunta
6.4. Bien informado	()	Pase a la siguiente pregunta

7. La CONASEV es similar a la SUNAT Si ()..... No ().....
8. ¿Conoce las Ventaja y beneficios que ofrece el Mercado de valores?
Si () Pase a señalar los factores 8.1 – 8.4 No ()....

8.1. Tasas de interés competitivas	()
8.2. Condiciones de financiamiento a largo plazo	()
8.3. Flexibilidad de financiación con patrimonio o deuda	()
8.4. Otros:	()

9. Señale los mecanismos de financiamiento de valores que conoce:

9.1. Emisión de bonos	()
9.2. Emisión de pagarés	()
9.3. Emisión de acciones	()
9.4. Emisión de letras de cambio	()
9.5. Emisión de pagarés en mesa de negociación	()

10. ¿Su empresa participa en el Mercado de Valores?

10.1. Sí () 10.2. No ()

11. Razones por lo que no participa:

11.1. Altos costos	()
11.2. Regulación engorrosa	()
11.3. Desconocimiento	()
11.4. Tengo mejores alternativas	()
11.5. No tengo tiempo	()
11.6. Preferiría no divulgar información de mi empresa	()

12. ¿Qué lo motivaría a Ud. Ingresar al Mercado de Valores?

12.1. Flexibilización de requisitos de emisiones	()
12.2. Mejor difusión de la cultura de mercado de valores	()
12.3. Reducción de costos asociados a las emisiones.	()
12.4. Acceso de financiamiento a menor tasa que el sistema bancario	()
12.5. Otros.....	()

13. ¿Qué le recomendaría al gobierno para facilitar el acceso al Mercado de Valores?

- a).....
 b).....
 c).....

C. COMPLEMENTARIAS

14. ¿Cual es su opinión con respecto a la gestión de las siguientes instituciones?

A = Muy buena, B = Buena, C = Regular, D = Deficiente

OPCIONES	A	B	C	D
SUNAT				
SUNARP				
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS				
MINISTERIO DE PRODUCCIÓN				

MINISTERIO DE COMERCIO EXTERIOR Y TURISMO				
CONSEJO NACIONAL DE COMPETITIVIDAD				
COFIDE				
SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGURO				
CONASEV				
PROMPERU				
PROINVERSIÓN				
PROMPYME				
BANCO CENTRAL DE RESERVA				

15. De las siguientes actividades, nivel de importancia que se le da en su empresa

A = Muy importante, **B** = Poco importante, **C** = Por ahora no se viene realizando

OPCIONES	A	B	C
Planeamiento			
Incentivar un mejor clima laboral			
Desarrollar una estrategia de internacionalización			
Implementación de herramientas en Tecnología de Información			
Investigación y desarrollo			

16. Factor limitante de la economía peruana

16.1 Alto nivel de informalidad	()
16.2 Rigidez laboral	()
16.3 Excesiva carga tributaria	()
16.4 Barreras burocráticas	()
16.5 Poca Innovación	()
16.6 Infraestructura	()
16.7 Poder Judicial	()

Anexo 2. Grandes empresas que no participan del mercado de valores (767)

(Gran empresa: total 913, ventas mayores a s/.70 millones/año)

NUMERO	RANKING	VENTAS	EMPRESA
1	5	-2	CÍA MINERA ANTAMINA S.A.
2	8	-2	SEGURO SOCIAL DE SALUD-ESSALUD
3	11	-3	CONSORCIO MINERO S.A.
4	12	-3	BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
5	15	-3	PERUPETRO S.A.
6	18	-4	REPSOL COMERCIAL S.A.C.
7	19	-4	PERUANA DE COMBUSTIBLES S.A.
8	20	-4	PRIMAX S.A.
9	23	-5	AMERICA MÓVIL PERÚ S.A.C.
10	24	-5	HIPERMERCADOS METRO S.A.
11	25	-5	PROCESADORA SUDAMERICANA S.R.L
12	29	-5	PLUSPETROL PERÚ CORPORATION S.A.
13	31	-6	A Y S. S.A.
14	35	-6	SAVIA PERÚ S.A.
15	37	-6	UNIVERSAL METAL TRADING S.A.C.
16	39	-6	BANCO DE LA NACIÓN
17	43	-7	SUPERINTENDENCIAS NACIONAL DE ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA
18	45	-7	TECNOLÓGICA DE ALIMENTOS S.A.
19	47	-7	TIENDAS POR DEPARTAMENTO RIPLEY S.A.
20	49	-7	HIPERMERCADOS TOTTUS S.A.
21	52	-8	HUNT OIL COMPANY OF PERÚ LLC SUC. DEL PERÚ
22	53	-8	PERUANA DE PETRÓLEO S.A.C
23	54	-8	QUIMICA SUIZA S.A.
24	56	-8	ORICA CHEMICALS PERÚ S.A.C
25	58	-8	TOYOTA DEL PERÚ S.A.
26	60	-8	NESTLE PERÚ S.A.
27	62	-9	CONIR S.A. S.A.
28	63	-9	PLUSPETROL NORTE S.A.
29	64	-9	DEPRODECA S.A. C.
30	66	-9	LAN PERÚ S.A.
31	68	-9	KORI PERÚ S.A.C.
32	69	-9	PROCTER S. GAMBLE PERÚ S.R.L
33	70	-9	ECKERDPERU S.A.
34	71	-10	TECHINTSAC.

35	72	-10	PETROBRAS ENERGÍA PERÚ S.A.
36	73	-10	CÍA MINERA ARES S.A.C
37	76	-10	CBI PERUANA S.A.C
38	78	-10	REPSOL YPF COMERCIA DEL PERÚ S.A.
39	80	-10	FONDO NAC. DE FINAN. DE LA ACT EMPRESARIAL DEL ESTADO
40	81	-11	NEXTEL DEL PERÚ S.A.
41	83	-11	MANU PERÚ HOLDING S.A.
42	84	-11	L G ELECTRONIC PERÚ S.A.
43	87	-11	CETCO S.A.
44	89	-11	INVERSIONES MINERAS KOPAKABANA S.C.R.L
45	91	-12	XSTRATA TINTAYA S.A.
46	94	-12	SODIMACPERU S.A.
47	95	-12	UNIQUE S.A.
48	96	-12	KIMBERLY CLARK PERÚ S.A.
49	97	-12	PESQUERA DIAMANTE S.A.
50	98	-12	CREDIBOLSA SOCIEDAD AGENTE DE BOLSA .SA
51	102	-13	ALBIS S.A.
52	103	-13	AUTOMOTORES GILDEMEISTER PERÚ S.A.
53	105	-13	ODEBRECHT PERÚ INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN S.A.C.
54	107	-13	CONCESIONARIA INTEROCEANICA SUR TRAMO 2 S.A.
55	108	-13	MINERALES DEL SUR S.R.L.
56	109	-13	ARUNTANI S.A.C
57	110	-13	VOTORANTIM METÁIS - CAJAM ARQUILLA S.A.
58	111	-14	VOLVO PERÚ S.A.
59	113	-14	AJEPER S.A.
60	114	-14	COMERCIALIZADORA TAMBO REAL S.A.C.
61	115	-14	COMERCIAL DEL ACERO S.A.
62	116	-14	PESQUERA HAYOUK S.A.
63	117	-14	DISTRIBUIDORA NORTE PACASMAYO S.R.L
64	119	-14	CONTINENTAL BOLSA S.A.B S.A.
65	120	-14	CÍA MINERA AURIFERA S.A. NTARO S.A. S.A.
66	122	-15	MOBIL OIL DEL PERÚ SR.L
67	123	-15	MOLITALIA S.A.
68	124	-15	TELEFÓNICA MULTIMEDIA S.A.C
69	125	-15	COESTI S.A.
70	126	-15	CARGILLAMERICAS PERÚ S.R.L.
71	127	-15	LIMAAIRPORT PARTNERS S.R.L.
72	128	-15	UNION DE CONCRETERAS S.A.
73	129	-15	IMPORTACIONES HIRAOKA S.A.C.
74	130	-15	CONSORCIO MINERO HORIZONTE S.A.

75	131	-16	GRUPO DELTRON S.A.
76	132	-16	LOUIS DREYFUS PERÚ S.A.
77	133	-16	CÍA CERVECERA AMBEV PERÚ S.A.C.
78	134	-16	SIEMENS S.A. C.
79	135	-16	EMPRE S.A.A.DMINISTRADORA CHUNGAR S.A.C.
80	136	-16	PRODUCTOS TISSUE DEL PERÚ S.A.
81	137	-16	DIVEIMPORT S.A.
82	138	-16	TRADI S.A.
83	139	-16	M G.ROC S.A. S.A.
84	140	-16	MINERA SUYAMARCA S.A.C
85	142	-17	KOMATSU-MITSUI MAQUINARIAS PERÚ S.A.
86	144	-17	CONCESIONARIA INTEROCEÁNICA SUR TRAMO 3 S.A.
87	145	-17	REPRESENTACIONES VARGAS S.A.
88	146	-17	SAMTRONICSPERU S.A.
89	147	-17	MINERAAURIFERA RETAMAS S.A.
90	149	-17	REPSOL EXPLORACIÓN PERÚ SUC. DEL PERÚ
91	151	-18	NOKIA SIEMENS NETWORKS PERÚ S.A.
92	152	-18	MINERO METALÚRGICO ANDINA S.A.C
93	153	-18	ITSUI AUTOMOTRIZ S.A.
94	154	-18	IBM DEL PERÚ S.A.C.
95	155	-18	PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
96	156	-18	SAN MARTIN CONTRATISTAS GENERALES S.A.
97	158	-18	LAN AIRLINES S.A. SUC. PERÚ
98	159	-18	EMPRE S.A.REG. DE SERV. PUB. DE ELEC. ELECTRO NORTE MEDIO S.A.
99	160	-18	PACIFICO S.A. ENTIDAD PRESTADORA DE SALUD
100	162	-19	PERALES HUANCARUNA S.A.
101	163	-19	TELMEX PERÚ S.A.
102	164	-19	COMERCIO & CÍA S.A.
103	165	-19	LA VIGA S.A.
104	166	-19	CERÁMICA LIMA S.A.
105	169	-19	CONTILATIN DEL PERÚ S.A.
106	172	-20	REDONDOS S.A.
107	173	-20	CONCESIONARIA IIRSA NORTE S.A.
108	174	-20	MOLINOS & CÍA S.A.
109	176	-20	BRIGHTSTAR PERÚ S.R.L.
110	178	-20	AURIMETALE.I.R.L.
111	180	-20	CFG INVESTMENT S.A.C.
112	181	-21	ORO FINO ASOCIADOS S.R.L
113	182	-21	PETRÓLEOS DE AMERICA S.A.
114	184	-21	FULLCARGA SERVICIOS TRANSACCIONALES S.A.C.

115	185	-21	ORGANIZACIÓN DE NEGOCIOS MÚLTIPLES FERUSH S.R.L.
116	186	-21	GRA-SALUD RED PERIFÉRICA AREQUIPA
117	187	121)	CONSORCIO CONSTRUCTOR UR S.A. NORTE
118	188	(21/	TECH DATAPERU S.A.C
119	189	-21	CENDEL S.A. PERÚ S.A.C
120	190	-21	CÍA. MINERA CONDESTABLE S.A.
121	191	-22	DISTRIBUIDORA DROGUERAALFARO S.A.C.
122	192	-22	VOTORANTIM INVERSIONES PERÚ S.A.C.
123	193	-22	SCHLUMBERGER DEL PERÚ S.A.
124	194	-22	EMPRE S.A. NACIONAL DE PUERTOS S.A. - ENAPU S.A.
125	195	-22	FOOD MARKETS S.A.C
126	196	-22	CAMPOSOL S.A.
127	197	-22	RIMAC INTERNACIONAL S.A. EMPRE S.A. PRESTADORA DE SALUD
128	199	-22	FARMACIAS PERUANAS S.A.
129	200	-22	MOLY COPADESUR S.A.
130	201	-22	OWENS-ILLINOIS PERÚ S.A.
131	202	-23	SONY SUC. DEL PERÚ
132	204	-23	TELESERVICIOS POPULARES S.A.C.
133	205	-23	REPRESENTACIONES DECO S.A.C.
134	207	-23	CONSORCIO HUACHIPA
135	210	-23	INTEROIL PERÚ S.A.
136	211	-23	SAN MIGUEL INDUSTRIAS PET S.A.
137	212	-23	G.W.YICHANGSCIA S.A.
138	213	-23	INNOVAANDINA S.A.
139	214	-23	UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE S.A.N MARCOS
140	215	-23	GRUPO PANASA
141	216	-23	CÍA. MINERA CA S.A.PALCA S.A.
142	218	-23	ADM ANDINA PERÚ S.R.L.
143	219	-23	HEWLETT-PACKARD PERÚ S.R.L.
144	220	-23	BOTICA TORRES DE LI MATAMBO S.A.C
145	221	-23	PERUFARMASA
146	224	-23	GRUPO CORIL SOCIEDAD AGENTE DE BOL S.A. S.A.
147	225	-23	CÍA. MINERA S.A.N SIMÓN S.A.
148	226	-24	PRODUCTOS DE ACERO CAS S.A.DO S.A.
149	227	-24	PAN AMERICAN SILVER S.A. MINAOUIRUVILCA
150	228	-24	TAI LOY S.A.
151	229	-24	COSAPI S.A.
152	230	-24	PETREX S.A.
153	232	-24	CONSTRUCCIONES E COMERCIO CAMARGO CORREA S.A. SUC. PERÚ

154	233	-24	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE PIURA S.A.C
155	235	-24	SANDVIK DEL PERÚ S.A.
156	236	-24	MEDIFARMASA
157	239	-24	HONDA DEL PERÚ S.A.
158	241	-24	ZETA GA S.A.NDINO S.A.
159	242	-24	PRODUCTO S.A.VON S.A.
160	243	-24	CONSTRUCCION Y ADMINISTRACION S.A.
161	244	-24	SK ENERGY SUC. PERUANA
162	245	-24	PANASONIC PERUANA S.A.
163	247	-24	ELEKTRADELPERU S.A.
164	250	-24	MCAUTOS DEL PERÚ S.A.
165	251	-25	TOPYTOP S.A.
166	252	-25	PRODUCTOS PARAÍSO DEL PERÚ S.A.C.
167	253	-25	SOCIEDAD UNIFICADA AUTOMOTRIZ DEL PERÚ S.A.
168	255	-25	MOLINERA INCA S.A.
169	256	-25	PERUPLAST S.A.
170	258	-25	CORPORACIÓN INFARMA S.A. S.A.
171	259	-25	EUROMOTORS S.A.
172	261	-25	ZILICOM INVESTMENTS S.A.
173	262	-25	CHIMU AGROPECUARIA S.A.
174	263	-25	OPPFILM S.A.
175	264	-25	SOCIEDAD AGRÍCOLA VIRU S.A.
176	265	-25	CONSORCIO CONSTRUCTOR TRAMO 4
177	266	-25	TABACALERA NACIÓN AL S.A.A
178	268	-25	KRAFT FOODS PERÚ S.A.
179	269	-25	SHELL LUBRICANTES DEL PERÚ S.A.
180	270	-25	NESTLE MARCAS PERÚ S.A.C.
181	271	-25	TECNOFIL S.A.
182	272	-25	KIA IMPORT PERÚ S.A.C
183	273	-25	FAME S.A. EXPLOSIVOS S.A.C
184	274	-25	ROMERO TRADING S.A.
185	275	-25	COMERCIALIZADORA S.A.LEM S.A.C
186	276	-26	MINERA LAYTARUMA S.A.
187	277	-26	ELECTROCENTRO S.A.
188	278	-26	ORICA MINING SERVICES PERÚ S.A.
189	279	-26	TECPETROL DEL PERÚ S.A.C
190	280	-26	ELECTRONOROESTE S.A.
191	281	-26	SUCDENPERU S.A.
192	282	-26	ARIS INDUSTRIAL S.A.
193	283	-26	SOCIEDAD MINERA RINCONADA S.A.C.

194	284	-26	PERUANA DE ESTACIONES DE SERVICIOS S.A.C.
195	285	-26	SANIHOLD S.A.C.
196	287	-26	CÍA OPERADORA DE LNG DEL PERÚ S.A.C. / COLP S.A.C.
197	288	-26	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE TRUJILLO S.A.
198	289	-26	CÍA. OPERADORA DE GAS DEL AMAZONAS S.A.C
199	290	-26	SAN IGNACIO S.A.
200	291	-26	ARASI S.A.C
201	293	-26	CORPORACIÓN PERUANA DE PRODUCTOS QUÍMICOS S.A.
202	295	-26	CÍA PERUANA DE RADIODIFUSIÓN S.A.
203	296	-26	ANDINA DE RADIODIFUSIÓN S.A.C
204	298	-26	NEPTUNIA S.A.
205	299	-26	CORPORACIÓN MIYASATO S.A.C
206	300	-26	UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS S.A.C.
207	302	-27	ATLAS COPCO PERUANA S.A.
208	303	-27	UNILEVER ANDINA PERÚ S.A.
209	304	-27	SAIPEM S. P. A TALARA ESTABLECIMIENTO PERMANENTE EN PERÚ
210	306	-27	PAPELERA NACIONAL S.A.
211	307	-27	DEVANLAY PERÚ S.A.C.
212	308	-27	PETROLERA TRANSOCÉANICA S.A.
213	310	-27	SUDAMERICANA DE FIBRAS S.A.
214	311	-27	UNIVERSIDAD ALAS PERÚ ANAS S.A.
215	312	-27	SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE REGISTROS PÚBLICOS
216	313	-27	EMPRESA REG. DE SERV. PUB. DE ELECTRICIDAD DEL ORIENTE S.A.
217	314	-27	JORVEX S.A.
218	315	-27	INDUSTRIAS DEL ESPINO S.A.
219	317	-27	LAN CARGO S.A. SUC PERÚ
220	318	-27	TELEATENTO DEL PERÚ S.A.C.
221	319	-27	MACLABI S.A.C.
222	320	-27	BOTICAS Y SALUD S.A.C.
223	321	-27	SERVICIOS INDUSTRIALES DE LAMARINA S.A.
224	322	-27	GRANELES DEL PERÚ S.A.C.
225	323	-27	TRADING FASHION LINE S.A.
226	324	-27	MK METAL TRADING PERÚ S.A.C.
227	325	-27	CRÉDITO LEASING S.A.
228	326	-27	FARMINDUSTRIA S.A.
229	328	-27	CONFECCIONES TEXTIMAX S.A.
230	329	-27	OLYMPIC PERÚ INC. SUC, DEL PERÚ
231	330	-27	PHILIPS PERUANA S.A.

232	332	-27	INTCOMEX PERÚ S.A.C.
233	333	-27	ABENGOA PERÚ S.A.
234	335	-27	TRABAJOS MARÍTIMOS S.A.
235	336	-27	UNIMAQ S.A.
236	337	-27	JJC CONTRATISTAS GENERALES S.A.
237	338	-27	PETRO OIL S.A.
238	341	-27	WORLD COLOR PERÚ S.A.
239	342	-27	TELEFÓNICA SERVICIOS COMERCIALES S.A.C
240	343	-27	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO SULLANASA
241	344	-27	HUAWEIDELPERU S.A.C.
242	345	-27	MAXIMAINTERNACIONAL S.A.
243	346	-27	COLGATE PALMOLIVE PERÚ S.A.
244	347	-27	A.BERIOYCW. S.A.C.
245	348	-27	TEKNOQUIMICA S.A.
246	349	-27	CÍA MINERA ARGENTUM S.A.
247	351	-28	SOC. UNIFICADA AUTOMOTRIZ DEL PERÚ S.A.
248	353	-28	DISTRIBUIDORA BAJOPONTINA S.A.
249	354	-28	PERURAIL S.A.
250	355	-28	CORPORACIÓN PER DE AEROP. Y AVIACIÓN COMERCIAL S.A.
251	356	-28	MXJSTRWSTEAL S.A.
252	357	-28	PANDERO S.A.EAFC
253	358	-28	SODEXO PERÚ S.A.C.
254	359	-28	ADMINISTRADORA CLÍNICA RICARDO PALMA S.A.
255	360	-28	SERVICIOS, COBRANZAS E INVERSIONES S.A.C.
256	361	-28	EMPRE S.A.S COMERCIALES S.A.
257	362	-28	CÍA. INTERNACIONAL DEL CAFE S.A.C
258	363	-28	CONSORCIO TREN ELÉCTRICO LIMA
259	364	-28	3M PERU S.A.
260	365	-28	ORGANISMO SUPERVISOR DE LA INVERSIÓN EN ENERGÍA Y MINERÍA
261	366	-28	COBRA PERÚ S.A.
262	367	-28	TERMOSELVAS.RI.
263	368	-28	COMERCIALIZADORA CAÑAN S.A.C.
264	370	-28	NICOLLPERU S.A.
265	371	-28	SCANW DEL PERÚ S.A.
266	372	-28	UNIVERSIDAD DE LIMA
267	375	-28	REPSOL YPF MARKETING S.A.C.
268	376	-28	TECPETROL BLOQUE 56 S.A.C
269	378	-28	INGENIEROS CIVILES & CONTRATISTAS GENERALES S.A.
270	379	-28	INKAFERT S.A.C.
271	380	-28	SKF DEL PERÚ S.A.

272	381	-28	TRANS AMERICAN AIRLINES S.A.
273	382	-28	REGISTRO NACIONAL DE IDENTIFICACIÓN Y ESTADO CML
274	384	-28	S. M. R, L CHAUPILOMA & CAJAMARCA
275	385	-28	SUPERINTENDENCIA DE BANCA SEGURO Y AFP
276	386	-28	EMPRESA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA DE AREQUIPA S.A.
277	387	-28	MERCKPERUANA S.A.
278	388	-28	JOHNSON &. JOHNSON DEL PERÚ S.A.
279	389	-28	FARAONA SERVICIOS HOTELEROS S.A.
280	390	-28	LLAMA GAS S.A.
281	391	-28	METROCOLOR S.A.
282	392	-28	DANPERTRUJILLO S.A. O
283	394	-28	INSTITUTO NACIONAL DE CULTURA
284	396	-28	SNACK S.A.MERICA LATINA PERÚ S.RL.
285	397	-28	D'LIBANO INVERSIONES S.A.C
286	398	-28	YELL PERÚ S.A.C
287	399	-28	ORUS S.A.
288	400	-28	PRODUCTOS ROCHE Q. F. S.A.
289	401	-29	AVINKA S.A.
290	403	-29	PISACOM S.A.C
291	404	-29	CERÁMICA S.A.N LORENZO S.A.C.
292	406	-29	LACALERA S.A.C.
293	408	-29	CÍA. ERICSSON S.A.
294	410	-29	ATLAS TRADING & SHIPPING PERÚ S.R.L
295	411	-29	UNIVERSIDAD CE S.A.R VALLEJO S.A.C
296	413	-29	TEXTILES CAMONES S.A.
297	414	-29	CÍA. DE SEGURIDAD PROSEGUR S.A.
298	415	-29	AJINOMOTO DEL PERÚ S.A.
299	416	-29	COGORNO S.A.
300	417	-29	VIDRIERÍA 28 DE JULIO S.A.C
301	418	-29	HV CONTRATISTAS S.A.
302	419	-29	TECSUR S.A.
303	420	-29	GANADERA S.A.NTA ELENA S.A.
304	421	-29	BPZEXPLORACION S PRODUCCIÓN S.R.L
305	423	-29	ELROCIO S.A.
306	424	-29	CHANCADORA CENTAURO S.A.C.
307	425	-29	MANUFACTURAS DE ACERO COMERCIAL E INDUSTRIAL S.A.
308	426	-29	DISTRIBUIDORA PACÍ S.RL.
309	427	-29	AMCOR PET PACKAGING DEL PERÚ S.A.
310	428	-29	ABBOTT LABORATORIOS S.A.
311	429	-29	AUTOESPAR S.A.

312	430	-29	HERMES TRANSPORTES BLINDADOS S.A.
313	431	-29	PRODUCTOS MIXTOS PROMIX PERÚ S.A.
314	432	-29	TÉCNICAS METÁLICAS INGENIEROS S.A.C.
315	433	-29	CONSORCIO PROYECTO CHIOQUINTIRCA
316	434	-29	A W. FABER CASTELL PERUANA S.A.
317	435	-29	CÍA NACIONAL DE CHOCOLATES DE PERÚ S.A.
318	436	-29	CONSTRUCTORES INTERAMERICANOS S.A.C.
319	437	-29	MEDIA NETWORKS LATÍN AMERICA S.A.C.
320	438	-29	MOVILRED S.A.C.
321	439	-29	MABE PERÚ S.A.
322	440	-29	SAN BARTOLOMÉ S.A.
323	441	-29	ANITA FOOD S.A.
324	442	-29	PRAXAIR PERÚ S.R.L.
325	443	-29	MINERA BATEAS S.A.C.
326	444	-29	TRANSPORTES 77 S.A.
327	445	-29	TAI HENG S.A.
328	446	-29	SERVICIO NACIONAL DE ADIESTRAMIENTO EN TRABAJO INDUSTRIAL
329	447	-29	HILANDERÍA DE ALGODÓN PERUANO S.A.
330	448	-29	SONATRACH PERÚ CORPORATION S.A.C
331	449	-29	GAS PERÚ S.A.C
332	450	-29	MACCONSTRUCTION S.A.C
333	451	-30	TRANSPORTES CRUZ DEL SUR S.A.C.
334	452	-30	IBERIA LINEA S.A.EREAS DE ESPAÑA S.A.
335	453	-30	CEMENTO SUR S.A.
336	454	-30	PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA DEL PERÚ S.A.C
337	455	-30	TELEFÓNICA GESTIÓN DE SERVICIOS COMPARTIDOS PERÚ S.A.C.
338	457	-30	STAR UP S.A.
339	458	-30	SUR COLOR STAR S.A.
340	459	-30	MACHU PICCHU TRADING S.A.C.
341	460	-30	TEJIDOS S.A.N JACINTO S.A.
342	461	-30	TRACTO CAMIONES U S.A. E I.RL
343	462	-30	BELCORP INTERNATIONAL S.A.
344	463	-30	BSH ELECTRODOMÉSTICOS S.A.C.
345	464	-30	REPRESENTACIONES MARTÍN S.R.L.
346	465	-30	COMPLEJO AGROINDUSTRIAL BETA S.A.
347	466	-30	APC CORPORACIÓN S.A.
348	467	-30	FRECUENCIA LATINA REPRESENTACIONES S.A.C.
349	468	-30	CÍA AMERICANA DE MULTISERVICIOS DEL PERÚ S.RL.
350	469	-30	IMI DEL PERÚ S.A.C
351	470	-30	EUROSHO» S.A.

352	471	-30	GRIFOS ESPINOZA S.A.
353	472	-30	DROGUERÍA LO S.A.NDES S.A.
354	473	-30	EMBOTELLADORA S.A.N MIGUEL DEL SUR S.A.C
355	474	-30	MAQUINARIA NACIONAL S.A. PERÚ
356	475	-30	ADM- S.A.OPF.RU S.A.
357	476	-30	AS PERÚ fi CÍA S.A.C
358	477	-30	K. L. M CÍA. REAL HOANDE S.A. DE AVIACIÓN S.A.
359	478	-30	INSUMOS Y EMBALAJES S.A.N JUAN S.A.
360	479	-30	MORAN DISTRIBUCIONES S.A.
361	480	-30	DISPERCOL S.A.
362	481	-30	CORPORACIÓN MEDCO S.A.C.
363	482	-30	WENTI S.A.C
364	483	-30	FIRTH INDUSTRIES PERÚ S.A.
365	484	-30	METSO MINERALS (PERÚ) S.A.
366	485	-30	PFIZER S.A.
367	486	-30	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE HUANCAYO S.A.
368	487	-30	CO S.A.PIDATA S.A.
369	488	-30	UNIVERSIDAD NACIONAL FEDERICO VILLARREAL
370	489	-30	ANYP S.A. PERÚ S.A.
371	490	-30	TECNOLOGIA DE MATERIALES S.A.
372	491	-30	SCHROTH CORPORACIÓN PAPELERA S.A.C.
373	493	-30	AJANI S.A.C
374	494	-30	DELOSI S.A.
375	495	-30	CORPORACIÓN TRANSCONTINENTAL DEL PERÚ S.A.C
376	496	-30	PERUANA DE MOLDEADOS S.A.
377	497	-30	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO CUSCO S.A.
378	498	-30	INVERSURP.J.&RE. IRL
379	499	-30	IBEROAMERICANA DE PLÁSTICOS S.A.C
380	500	-30	TEXTIL DEL VALLE S.A.
381	501	-31	J. & C. AURYSUR S.C.R.L
382	502	-31	MINERA EN PROYEC S.A.C.
383	503	-31	CLÍNICA IÑTERNACIONAL S.A.
384	504	-31	CASTROL DEL PERÚ S.A.
385	506	-31	EMPRE S.A. DE TRANSPORTES FLORES HNOS. S.R.L.
386	506	-31	GLAXO SMITH KLINE PERÚ S.A.
387	510	-31	CONSORCIO UNIPETRO S.A.C
388	511	-31	AUREN S.A.
389	512	-31	GRAÑA Y MONTERO PETROLERA S.A.
390	513	-31	PESQUERA CENTINELA S.A.
391	514	-31	CORPORACIÓN VEGA S.A.C.

392	515	-31	COSMO S.A.GENCIA MARTTIMA S.A.C
393	516	-31	CÍA. INDUSTRIAL NUEVO MUNDO S.A.
394	516	-31	POBLETE ARQUITECTOS DISEÑO Y CONSTRUCCIÓN S.A.
395	517	-31	PURÉ BIOFUELS DEL PERÚ S.A. C
396	519	-31	CONALVIAS S.A. SUC PERÚ
397	520	-31	NEWMONT PERÚ S R L
398	521	-31	IDEAS TEXTILES S.A.C
399	522	-31	POOL DE MAQUINARIAS INDUSTRIALES S.A.NTA PATRICIASA
400	523	-31	MINERA COLQUISIRI S.A.
401	524	-31	KALLPA SECURITIES SOCIEDAD AGENTE DE BOL S.A. S.A.
402	525	-31	AMANCO DEL PERÚ S.A.
403	526	-31	NATURA COSMÉTICOS S.A.
404	527	-31	TETRA PAK S.A.
405	528	-31	EMERSON NETWORK POWER DEL PERÚ S.A.C.
406	529	-31	RILLO S.A.C.
407	530	-31	INTRALOT DE PERÚ S.A.C -LATINKA
408	531	-31	JJC - SCHRADER CAMARGO S.A.C
409	532	-31	INDUSTRIAS NFFTALCO S.A.
410	533	-31	CONSORCIOTERMINALES S.A.
411	534	-31	LABORATORIOS ROEMMERS S.A.
412	535	-31	AMERICAN AfRLINES INC.
413	536	-31	DHL EXPRESS PERÚ S.A.C
414	536	-31	RACIONALL7ACION EMPRESARIAL S.A.
415	536	-31	WEATHERFORD DEL PERÚ S.R.L.
416	537	-31	SOUTH AMERICAN EXPLORATION LLC. SUC. DEL PERÚ
417	540	-31	AUTRI S.A. AUTOMOTRIZ ANDINA S.A.
418	541	-31	CONSORCIO AGROPECUARIO DEL SUR S.A. C
419	542	-31	PERUANA DE ARTEFACTOS PARA EI HO S.A.R S.A. C.
420	543	-31	UNIVERSIDAD RICARDOPALMA
421	544	-31	SOCIEDAD AGRÍCOLA DROKA S.A. S.A.
422	545	-31	CLÍNICA S.A.N PABLO S.A.C.
423	546	-31	CORPORACIÓN TURÍSTICA PERUANA S.A.C.
424	547	-31	YOBELSUPPLY CHAIN MANAGEMENT S.A.
425	548	-31	TALMA MEÑZIES S.R.L.
426	549	-31	PERUQUIMICOS S.A.C.
427	551	-32	SGS DEL PERÚ S.A.C.
428	553	-32	GANDULES INC. S.A.C.
429	554	-32	SOCIEDAD SUIZO PERUANA DE EMBUTIDOS S.A.
430	555	-32	MIFARMA S.A.C.

431	556	-32	BASF PERUANA S.A.
432	556	-32	PESQUERA RIBAUDO S.A.
433	557	-32	UTE INABENSA EUCOMSA CARHUAMAYO-CARHUAQUERO
434	560	-32	PANADERÍA S.A.N JORGE S.A.
435	561	-32	RICOPOLLO S.A.C.
436	562	-32	CINEPLEX S.A.
437	563	-32	MINERA TITÁN DEL PERÚ SRL
438	565	-32	OMNIUFE PERÚ S.A.C
439	566	-32	MOLINO LA PERLA S.A.C
440	567	-32	OUTOTECPERU S.A.C.
441	568	-32	COMFER S.A.
442	569	-32	EMPRE S.A.A.GROINDUSTRW.POMALCA S.A.A.
443	570	-32	COTTON KNIT S.A.C.
444	571	-32	INTERSUR CONCESIONES S.A.
445	572	-32	SUDAMERICANA TRADING S.R.L.
446	573	-32	SKANSKA DEL PERÚ S.A.
447	574	-32	SERVICIOS GLOBALES DE TELECOMUNICACIONES S.A.C.
448	575	-32	HAUGSA
449	576	-32	EMPRESA DE SEGURIDAD VIGILANCIA Y CONTROL S.A.C
450	577	-32	UNIVERSIDAD INCA GARCILASO DE LA VEGA
451	578	-32	CROSLAND MOTOS S.A.C
452	579	-32	UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DEL PERÚ S.A.C
453	580	-32	FONDO MIVIVIENDA S.A.
454	581	-32	HERSIL S.A. LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACÉUTICOS
455	582	-32	MAYOR S.A. S.A.
456	583	-32	JIPE S.A.
457	584	-32	METALPREN S.A.
458	586	-32	ÁLESE S.A.C.
459	587	-32	LABORATORIO S.A.C FARMA S.A.
460	588	-32	CÍA PESQUERA DEL PACIFICO CENTRO S.A.
461	589	-32	CORPORACIÓN INCA KOLAPERU S.R.L.
462	590	-32	ESTILOS SR.L
463	591	-32	CATALINAHUANCA SOCIEDAD MINERA S.A.C.
464	592	-32	SERVICIOS INTEGRADOS DE LIMPIE&ASA
465	593	-32	REDCELL DEL PERÚ S.A.C.
466	594	-32	UNIVERSIDAD S.A.N IGNACIO DE LOYOLA S.A.
467	595	-32	J. E. CONSTRUCCIONES GENERALES S.A.
468	596	-32	AVICOLAYUGOSLAVIA S.A.C
469	597	-32	CADBURYADAMS PERÚ S.A.
470	598	-32	ADIDAS CHILE LTDA. SUC. DEL PERÚ

471	599	-32	SECURITAS SAC.
472	600	-32	ZINC INDUSTRIAS NACIONALES S.A.
473	601	-33	GRANJA RINCONADA DEL SUR S.A.
474	603	-33	PANIFICADORA BIMBO DEL PERÚ S.A.
475	604	-33	COMERCIALIZADORA DE ALIMENTOS Y ABARROTES S.A.
476	605	-33	XIME S.A.S.RL
477	606	-33	TUBOS Y PERFILES METÁLICOS S.A.
478	607	-33	AMERICATEL PERU S.A.
479	608	-33	CORPORACIÓN DE INDUSTRIAS PLÁSTICAS S.A.
480	609	-33	CÍA MINERA CAUDALO S.A. S.A.
481	610	-33	C A M. E. CONTRATISTAS Y SERVICIOS GENERALES S.A.
482	611	-33	CORPORACIÓN REFRIGERADOS INYSA
483	612	-33	GLOBAL CROSSING PERÚ S.A.
484	613	-33	AUTOREX PERUANA S.A.
485	614	-33	COLEGIO DE CONTADORES PÚBLICOS DE UCAYAÜ
486	615	-33	UNIMAR S.A.
487	616	-33	EQUIFAXPERU S.A.
488	617	-33	CODRALUX S.A. SUC. DEL PERÚ
489	618	-33	TECNOLOGÍA QUÍMICA Y COMERCIO S.A.
490	619	-33	CU S.A.SAC
491	620	-33	ADECCO CONSULTING S.A.
492	621	-33	SCHERING PLOUGH DEL PERÚ S.A.
493	622	-33	OBRAS DE INGENIERA S.A.
494	623	-33	KSDEPOR S.A.
495	624	-33	INVERSIONE S.A.SPEN S R.L
496	625	-33	MADERERA BOZOVICH S.A.C
497	626	-33	ENVASES MÚLTIPLES S.A.
498	627	-33	GMD S.A.
499	628	-33	EMPRE S.A.A.GROINDUSTRIAL "RIMAN S.A.A.
500	629	-33	PAPELERA DEL SUR S.A.
501	630	-33	J SV RESGUARDO S.A.C
502	631	-33	NORTFARMA S.A.C.
503	632	-33	CELLMARK PAPER PERÚ S.RL.
504	633	-33	COCA COLA SERVICIOS DEL PERÚ S.A.
505	634	-33	TUBI S.A. S.A.C.
506	635	-33	GMVSA
507	636	-33	MAERSK PERÚ S.A.
508	637	-33	HERCO COMBUSTIBLES S.A.
509	638	-33	PRECOR S.A.
510	639	-33	SANOFIAVENTIS Da PERÚ S.A.

511	640	-33	OUTSPAN PERÚ S.A.C.
512	641	-33	CENTROS COMERCIALES DEL PERÚ S.A.
513	642	-33	SOCIEDAD FRANCE S.A. DE BENEFICENCIA
514	643	-33	COLPEX INTERNATIONAL S.A.C.
515	645	-33	ASESORÍA COMERCIAL S.A.
516	646	-33	PERI PERUANA S.A.C.
517	647	-33	HEINZ FERRANO GLASS S.A.C.
518	648	-33	FRIÓ AEREO ASOCIACIÓN CIVIL
519	649	-33	HA MOTORS S.R.L
520	650	-33	CORPORACIÓN GOYITA S.A.C.
521	651	-34	EMPRE S.A. DE GENERADON ELÉCTRICA S.A.N GABÁN S.A.
522	652	-34	LENOVO (ASIA PACIFIC) LIMITED SUC. DEL PE RU
523	653	-34	ATENTO TELESERVICIOS ESPAÑA S.A. SUC. EN PERÚ
524	654	-34	CORPORACIÓN ADC S.A.C.
525	655	-34	ACTIVOS MINEROS S.A.C.
526	656	-34	INVERSIONES KEMDIS S.A.C.
527	657	-34	ADM INCA S.A.C.
528	658	-34	AGRBRANDS PURINA PERÚ S.A.
529	659	-34	CIC S.A.PERU S.A.C
530	660	-34	AJEPER DEL ORIENTE S.A.
531	662	-34	TENARIS GLOBAL SERVICES PERÚ S.A.C.
532	663	-34	EL PEDREGAL S.A.
533	664	-34	BRITISH AMERICAN HOSPITAL S.A.
534	666	-34	FIASUR S.A.
535	667	-34	CA PANAMEÑA DE AVIACIÓN S.A.
536	668	-34	FRUTOS Y ESPECIAS S.A.C
537	669	-34	AGROINDUSTRIAL DEL PERÚ S.A.C.
538	670	-34	SURFAC S.R.L.
539	672	-34	EMPRE S.A. PERIODÍSTICA NACIONAL S.A.
540	673	-34	CONSTRUCTORASUR S.A.
541	674	-34	BRENNTAG PERÚ S.A.C.
542	675	-34	CENTRAL DE COOP. AGRARIAS CAFETALERAS COCLALTA. N° &E
543	676	-34	XEROX Da PERÚ S.A.
544	677	-34	EMPRE S.A.DE GENERACIÓN ELÉCTRICA MACHU PICCHU S.A.
545	678	-34	MANPOWER PROFESSIONAL SERVICES S.A.
546	679	-34	FABRICA DE ENVASES S.A.
547	680	-34	SCOTIA SOCIEDAD AGENTE DE BOL S.A. S.A.
548	681	-34	SIGDELO S.A.
549	682	-34	PERÚ FASHIONS S.A.C.
550	683	-34	L'OREALPERU S.A.

551	685	-34	ANDESSECURITIES S.A.B S.A.C.
552	686	-34	DISTRIBUIDORA JIMÉNEZ E HARTE S.A.
553	687	-34	CÍA. LATINOAMERICANA DE RADIODIFUSIÓN S.A.
554	689	-34	BRISTOL-MYERS SQUIBB PERÚ S.A.
555	690	-34	CORPORACIÓN' DE CEREALES S.A.C
556	691	-34	CONCAR S.A.
557	692	-34	MOLINO EL TRIUNFO S.A.
558	693	-34	GRUPORPP S.A.
559	694	-34	TELEFONICA INTERNATIONAL WHOLE S.A.LE SERVICES PERÚ S.A.C
560	695	-34	SANTUANA S.A.
561	696	-34	HKABOR S.A.C
562	697	-34	DISTRIBUIDORA COWTINENTAL6 S.A.
563	699	-34	JOCKEY CLUB DEL PERÚ
564	700	-34	CLOROXPERU S.A.
565	701	-35	INVERSIONES MARÍTIMAS UNIVERSALES PERÚ S.A.
566	702	-35	UNIVERSIDAD PERUANA CAYETANO HEREDIA
567	703	-35	SERPETBOL PERÚ S.A.C.
568	704	-35	SOCIEDAD METALES LUNAR DE ORO S.R.L
569	705	-35	TRANSPORTES RODRIGO CARRANZASA.C.
570	706	-35	TURISMO CIVA S.A.C.
571	707	-35	INCALPACA TEXTILES PERUANOS DE EXPORTACIÓN S A
572	708	-35	ALCATEL-LUCENT DEL PERU S.A..
573	709	-35	INDUSTRIAL PUCALA S.A..C
574	710	-35	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO ICA S.A..
575	711	-35	SEAFROST S.A.C.
576	712	-35	MEAD JOHNSON NUTRITION (PERU) S.R.L.
577	713	-35	EPSON PERÚ S.A.
578	714	-35	CORPORACIÓN FABRIL DE CONFECCIONES S.A.
579	715	-35	EMPRESA REG. DE SERV PUB DE ELECTRICIDAD ELECTROSUR S A
580	716	-35	HELICÓPTEROS DEL SUR S.A.
581	717	-35	POLIMETALES S.A..C.
582	718	-35	BRAEDTSA
583	719	-35	TECNOFARMASA
584	720	-35	CROWN GAMING S.A.C.
585	721	-35	KANAGAWA CORPORATION S.A.C.
586	722	-35	GARCILASO REPRESENTACIONES E.I.R.L
587	723	-35	GRUPO LA REPÚBLICA PUBLICACIONES S.A..
588	724	-35	BUCYRUSINTERNATIONAL(PERU)SA
589	725	-35	DIMEXASA
590	726	-35	DISTRIBUCIÓN Y GERENCIA ALIMENTARIAS A.C

591	727	-35	AVÍCOLA S.A.N LUIS S.A.C.
592	728	-35	INSTITUTO PERUANO DEL DEPORTE - IPD
593	729	-35	M. I. OVERSEAS LIMITED SUC. DEL PERÚ
594	730	-35	TÉCNICA AVÍCOLA S.A.
595	732	-35	ALBRESA S.A..C.
596	733	-35	BLANCANDINASAC.
597	734	-35	ALDEASA S.A. SUC. DEL PERÚ
598	735	-35	ORO Y MINERÍA MEJIAE.ljRL
599	736	-35	CONSTRUCTORA AESASA
600	737	-35	BOARTLONGYEAR S.A.C.
601	738	-35	CONSORCIO DE INGENIEROS EJECUTORES MINEROS S.A.
602	739	-35	MIXERCON S.A.
603	740	-35	DELTA AIR LINES INC. SUC. DEL PERÚ
604	741	-35	CÍA PERUANA DE MEDIOS DE PAGOS S.A.C
605	742	-35	SERVICIOS MINEROS GLORÍA S.A..C.
606	743	-35	HOLDING COSTA GAS S.A.
607	744	-35	EDPYME RALZ S.A.
608	745	-35	IESA S.A.
609	746	-35	MALLS PERÚ S.A..
610	747	-35	CAJA RURAL DE AHORRO Y CRÉDITO SEÑOR DE LUREN
611	748	-35	E & M.COMPANY S.A.C.
612	749	-35	CERÁMICOS PERUANOS S.A..
613	750	-35	CASIMIRES NABILASAC.
614	751	-36	CARTONES VILLA MARINASA.
615	752	-36	FARMEXSA
616	753	-36	CONCYSSA S.A.
617	754	-36	CONSORCIO AUTOMOTRIZ DEL NORTE S.A.
618	755	-36	CÓNDOR TRAVELSA
619	756	-36	CONSTRUCTORA ANDRADE GUTIÉRREZ S.A. SUC. DEL PERÚ
620	757	-36	FERROCARRIL CENTRAL ANDINO S.A.
621	758	-36	EXIMPORTDISTRIBUIDORES DELPERUSA.
622	759	-36	CONSORCIO DE PRODUCTORES DE FRUTASA
623	760	-36	FINANCIERA CRÉDITOS AREQUIPA S.A.
624	761	-36	MEGAGOLDE.I.R.L.
625	762	-36	CA MINERA CARAVELI S.A.C
626	763	-36	CAJA MUNICIPAL DE CRÉDITO POPULAR DE LIMA
627	764	-36	DINETPERU S.A.
628	765	-36	GRIFO S.A.N IGNACIO S.A..C.
629	766	-36	DWECENTERSAC.
630	767	-36	CONTINENTAL S.A.C.

631	768	-36	ALGODONERA SUDAMERICANA S.A.
632	769	-36	INCHCAPE MOTORS PERÚ S.A.
633	770	-36	MASSAUTOMOTRIZSA
634	771	-36	ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS S.A.
635	772	-36	PERFUMERÍAS UNIDAS S.A.
636	773	-36	CONCESIONARIOS AUTORIZADOS S.A.C
637	774	-36	POLINPLASTSAC
638	775	-36	CONSORCIO MINERO BUEN PASTOR S.A.C
639	776	-36	SOCOPURSA.C
640	777	-36	TRANSLEISA
641	778	-36	ALUSUD PERU S.A.
642	779	-36	MINERA PAMPA DE COBRE S.A.
643	780	-36	TECNOLOGÍA TEXTIL S.A..
644	781	-36	REPRESENTACIONES TECNIMOTORSE.I.R.L.
645	782	-36	CORMIN CALLAO S.A.C.
646	783	-36	SAN SIMÓN EQUIPOS S.A.
647	784	-36	MULTITOP S.A..C.
648	785	-36	DECOR CENTER S A
649	787	-36	IIMPUL PERUSA
650	788	-36	ARCOR DEL PERUSA.
651	789	-36	TRANSPORTE LINEASA
652	790	-36	VEGAUPACASA.
653	791	-36	EMPRESA REG. DE SERV. PUB. DE ELECTRICIDAD DE PUNO S.A.A
654	792	-36	ANDINA PLAST S.R.L.
655	793	-36	ABL PHARMA PERÚ S.A..C
656	794	-36	UNIVERSIDAD ESAN
657	795	-36	HERBALIFE PERÚ S.R.L
658	796	-36	MERCK SHARP S DOHME PERÚ S.R.L
659	797	-36	EQUIPERU S.A.C
660	799	-36	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE TACNA S.A.
661	800	-36	TOLMOS ESPINOZA GARCÍA S R.L
662	801	-37	DISTRIBUIDORA COMERCIAL ALVAREZ BOHL S.R.L.
663	804	-37	COMERCIAL RC S R.L.
664	805	-37	INDUSTRIAL PAPELERA ATLAS S.A..
665	806	-37	NEXSYS DEL PERÚ S.A..C.
666	807	-37	CÍA. MINERA S.A.N IGNACIO DE MOROCCCHA S.A.
667	808	-37	ARTESCO S.A..
668	809	-37	JASS DISTRIBUCIONES S.R.L.
669	810	-37	CONFIPERU S.A.
670	811	-37	UNION YCHICAWA S.A.

671	812	-37	OSTER DEL PERÚ S.A..C
672	813	-37	CÍA MOLINERA DEL CENTRO S.A.
673	814	-37	DERIVADOS DEL MAÍZ S.A..
674	815	-37	COMERCIAL CONTÉ S.RL
675	816	-37	ALFREDO PIMENTEL SEVILLA S.A.
676	817	-37	EMPRESA DE TRANSPORTES PERÚ BUS S.A.
677	818	-37	UNIVERSIDAD NACIONAL DE TRUJILLO
678	819	-37	P. S V COMERCIALIZADORA VUU E.I.R.L.
679	820	-37	INVERSIONES MARTÍNEZ S CHIHUANTITO S.R.L.
680	821	-37	ZICSA CONTRATISTAS GENERALES S.A.
681	822	-37	POLLOS SERVICES EXPRESS S.R.L.
682	823	-37	A. K. DRILLING INTERNATIONAL S.A.
683	824	-37	PANELES NAPSA S.A..
684	825	-37	CEDIMINSAC.
685	826	-37	ASOCIACIÓN CULTURAL PERUANO BRITÁNICA
686	827	-37	CONSTRUCCIONES CIVILES S.A.. SUC. PERÚ
687	828	-37	CONSORCIO S.A.N ALEJANDRO - NESHUYÍ
688	829	-37	DISTRIBUIDORA YURIÍYURIVILCA GAMARRA ROSA MARÍA
689	830	-37	GLOBAL AUMENTOS S.A.C
690	831	-37	PACK SOLUTIONS S.R.L.
691	832	-37	SISTEMAS ORACLE DEL PERÚ S.A..
692	833	-37	ARAUCO PERU S.A.
693	834	-37	TOPSA PRODUCTOS ÓPTICOS S.A.
694	835	-37	ONCOSALUD S.A.C.
695	836	-37	INDUSTRIA TEXTIL DEL PACIFICO S.A.
696	838	-37	INKA KNIT S.A.
697	839	-37	COMERCIALIZADORAY DISTRIBUIDORA JIMÉNEZ S.A..C
698	840	-37	CEMPRO TECH S.A.C
699	841	-37	CONCESIONARIA VIAL DEL PERÚ S.A..
700	842	-37	ENVASES Y ENVOLTURAS S.A..
701	844	-37	ORVISASA
702	845	-37	ELECTROVAS.R.L.
703	846	-37	RENA WARE DEL PERÚ S.A.
704	847	-37	OVERALL STRATEGY S.A.C.
705	848	-37	CÍA MINERA AGREGADOS CALCÁREOS S.A.
706	849	-37	CELL POWER S.A..C.
707	850	-37	ARES GOLD PERÚ E.I.R.L
708	851	-38	YRC LOGISTICS INC. S.R.L.
709	852	-38	UNIVERSIDAD DELPACIFICO
710	853	-38	ALMACENES S.A.NTA CLARA S.A..

711	854	-38	COMPUDISKETTS.RL
712	855	-38	SYSTEMS SUPPORT S SERVICES S.A.
713	856	-38	EMPRESA COMERCIALIZADORA DE PETRÓLEO S.A.C.
714	857	-38	SEDALIB S.A..
715	858	-38	LEO ANDES S.A.
716	859	-38	HONDASELVA DEL PERUSA.
717	860	-38	CESELSA
718	861	-38	FUERZA AEREA DEL PERÚ
719	862	-38	MINERÍA CORPORATIVAS AC.
720	863	-38	MANUFACTURAS S.A.N ISIDROSAC.
721	864	-38	CONSORCIO JJSM
722	865	-38	GOLDER ASSOCIATES PERÚ S.A.
723	866	-38	UNIVERSIDAD DE PIURA
724	867	-38	LABORATORIOS PORTUGAL S.R.L
725	868	-38	ASCENSORES S.A.
726	869	-38	PACKAGING PRODUCTS DELPERU S.A.
727	870	-38	UMATOURSSA.
728	871	-38	PROMOTORES ELÉCTRICOS S.A.
729	872	-38	BRIDGESTONE OFF THE ROADTIRE PERÚ S.A..C.
730	873	-38	AGERSA S.R.L
731	874	-38	COLDIMPORTSA.
732	875	-38	DIRECTV PERÚ S.R.L.
733	877	-38	ACEROS COMERCALES S.C.R.L.
734	878	-38	ARIN S.A.
735	879	-38	AMEC(PERU)SA
736	880	-38	TIRE SOL S.A.C.
737	881	-38	GRUPO LA REPÚBLICA S.A.
738	882	-38	INDUSTRIA DE GRASAS Y ACEITES S.A.
739	883	-38	CEMENTOS SELVASA.
740	884	-38	CONSORCIO PUENTE CHINO
741	885	-38	BEMBOS S.A.C.
742	887	-38	ROCA S.A..C.
743	888	-38	FABRICA DE TEJIDOS PISCO S.A..C.
744	889	-38	SOCIEDAD MINERA TRECE BARRAS S.A.C.
745	890	-38	SAP ANDINAYDEL CARIBE CA. SUC. DEL PERÚ
746	891	-38	ANDEAN MANAGEMENT S.A..C.
747	892	-38	PERUANA DE PERFORACIÓN S.A..
748	893	-38	AUTOSERVICIO S.A.N ISIDRO S.A..
749	894	-38	CLARIANT(PERU)SA
750	895	-38	CONSTRUCTORA MALAGA HNOS. S.A.
751	896	-38	GRUPO LEAFARSAC.

752	897	-38	ECO-ACUICOLASAC.
753	899	-38	PACIFIC FREEZINGCO.E.I.R.L
754	900	-38	UNIVERSIDAD PRIVADA ANTENOR ORREGO
755	901	-39	SEDAPAR S.A.
756	902	-39	RESINPLAST S.A.
757	903	-39	ALIMENTOS PROCESADOS S.A.
758	904	-39	CHINANGOSAC.
759	905	-39	NESSUS HOTELES PERÚ S A - CASAANDINA
760	906	-39	PROSEGURIDAD SA
761	907	-39	APM GLOBAL LOGISTICS PERÚ S.A.
762	908	-39	EMPRESA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA CAHUA S.A.
763	909	-39	ANIXTER PERÚ S.A.C.
764	910	-39	MAVILAHERMANOS S.A.
765	911	-39	CONDUCTORES ELÉCTRICOS LIMASA
766	912	-39	FUNDICIÓN CALLAO S A
767	913	-39	P.& G. INDUSTRIAL PERÚ S.R.L.

Anexo 3. Grandes empresas que sí participan del mercado de valores (144)

(Ventas mayores a s/.70 millones/año)

NUMERO	RANKING	VENTAS	EMPRESA
1	1	(1)	PETRÓLEOS DEL PERÚ PETROPERU S.A.
2	2	(1)	REFINERÍA LAPAMPILLA S.A.A.
3	3	(1)	SOUTHERN PERÚ COPPER CORPORATION SUC. DEL PERÚ
4	4	(2)	MINERA YANACOCCHA S.R.L
5	6	(2)	SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.
6	7	(2)	BANCO DE CRÉDITO DEL PERÚ
7	9	(2)	TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A.A.
8	10	(3)	MINERA BARRICK MISQUICHILCA S.A.
9	13	(3)	BANCO CONTINENTAL
10	14	(3)	TELEFÓNICA MÓVILES S.A.
11	16	(4)	ALICORP S.A.A.
12	17	(4)	UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.
13	21	(5)	BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.
14	22	(5)	SCOTIABANK PERÚ S.A.A.
15	26	(5)	SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.

16	27	(5)	GLORIA S.A.
17	28	(5)	RIMAC INTERNACIONAL CÍA. DE SEGUROS Y REASEGUROS
18	30	(5)	FERREYROS S.A.A.
19	32	(6)	CORPORACIÓN ACEROS AREQUIPA S.A.
20	33	(6)	LUZ DEL SUR S.A.
21	34	(6)	EDELNOR EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA DE LIMA NORTE S.A.A.
22	36	(6)	SAGA FALABELLAS.A.
23	38	(6)	VOLCAN CÍA MINERA S.A.A.
24	40	(6)	MINSUR S.A.
25	41	(7)	GRAÑA Y MONTERO S.A.
26	42	(7)	CORPORACIÓN JOSÉ F LINDLEY S.A.
27	44	(7)	SAN FERNANDO S.A.
28	46	(7)	CÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.
29	48	(7)	EMPRESA SIDERURGICA DEL PERÚ S.AA
30	50	(7)	EMPRESA ELECTRICIDAD DEL PERÚ - ELECTROPERU S.A
31	55	(8)	ENERSUR S.A.
32	57	(8)	SERVICIO DE AGUA POTABLE Y ALCANTARILLADO DE LIMA
33	61	(9)	EL PACIFICO PERUANO SUIZA CÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS
34	65	(9)	EDEGEL S.A.A.
35	67	(9)	GOLD FIELD S.A. CIMA S.A.
36	74	(10)	CEMENTOS LIMA S.A.
37	75	(10)	SHOUGANG HIERRO PERÚ S.AA
38	77	(10)	MIBANCO BANCO DE A MICRO EMPRESA S.A
39	79	(10)	TRANSPORTADORA DE GAS DEL PERÚ S.A
40	82	(11)	CÍA MINERA MILPO S.A.A.
41	85	(11)	COPEINCA CORPORACIÓN PESQUERA INCA S.A COPEINCA
42	86	(11)	CREDISCOTIA FINANCIERA S.A
43	88	(11)	SOCIEDAD MINERA EL BROCAL S.A.A.
44	90	(11)	AUSTRAL GROUP S.A.A.
45	92	(12)	MAESTRO HOME CEWTER S.A.
46	93	(12)	PLUSPETROL CAMISEA S.A.
47	99	(12)	EL PACIFICO VIDACIA. DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A.
48	100	(12)	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A
49	101	(13)	EMPRESA EDITORA EL COMERCIO S.A.
50	104	(13)	INDECO S.A.
51	106	(13)	BANCO FALABELLA PERÚ S.A.
52	112	(14)	NISSAN MAQUINARIAS S.A.
53	118	(14)	CITIBANK DEL PERÚ S.A.
54	121	(15)	YURA S.A.
55	141	(17)	LA POSITIVA SEGUROS V REASEGUROS

56	143	(17)	BANCO RIPLEY S.A
57	148	(17)	MAPFRE PERÚ CÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A.
58	150	(17)	TOTAL ARTEFACTOS S.A.
59	157	(18)	CORPORACIÓN MISTI S.A.
60	161	(19)	QUIMPAC S.A.
61	167	(19)	BANCO FINANCIERO DEL PERÚ
62	168	(19)	PESQUERA EXALMAR S.A
63	170	(19)	CEMENTO ANDINO S.A.
64	171	(20)	INTERSEGURO CÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A.
65	175	(20)	BANCO INTERAMERICANO DE FINANZAS
66	177	(20)	RANSA COMERCIAL S.A
67	179	(20)	CÍA. GOOD YEAR DEL PERÚ S.A.
68	183	(21)	DUKE ENERGY EGENOR S EN 0 PORA.
69	198	(22)	GAS NATURAL DE LIMA Y CALLAO S.A.
70	203	(23)	CASA GRANDE S.A.A.
71	206	(23)	KALLPAGENERACION S.A.
72	208	(23)	UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES
73	209	(23)	CÍA MINERA PODEROSA S.A.
74	217	(23)	CAJAMUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE AREQUIPA
75	222	(23)	INTRADEVCO INDUSTRIAL S.A
76	223	(23)	INVITA SEGUROS DE VIDA
77	231	(24)	EMPRESA MINERA LOS QUENUALES S.A
78	234	(24)	LAIVE S.A.
79	237	(24)	SOCIEDAD MINERA CORONA S.A.
80	238	(24)	CERVECERÍA SAN JUAN S.A.A
81	240	(24)	CÍA MINERA ATACCOCHA S.A.A
82	246	(24)	TIENDAS EFE S.A.
83	248	(24)	RED DE ENERGÍA DEL PERÚ S.A.
84	249	(24)	TRUPAL S.A.
85	254	(25)	BRITISH AMERICAN TOBACCO DEL PERÚ S.A.C
86	257	(25)	CARTAVIO S.A.A.
87	260	(25)	EX S.A.S.A
88	267	(25)	MONTANA S.A
89	286	(26)	CORPORACIÓN FINANCIERA DE DESARROLLO S.A.
90	292	(26)	ABB S.A.
91	294	(26)	EMPRESA ELÉCTRICA DE PIURA S.A.
92	297	(26)	PRIMA AFP
93	301	(27)	BAYER S.A.
94	305	(27)	LA POSITIVA VIDA SEGUROS Y REASEGUROS
95	309	(27)	SOCIEDAD ELÉCTRICA DEL SUR OESTE S.A. - SEAL
96	316	(27)	AFP INTEGRAL
97	327	(27)	EMPRESA FINANCIERAEDYF1CARS.A
98	331	(27)	INDUSTRIAS ELECTROQUÍMICAS S.A
99	334	(27)	CÍA. INDUSTRIAL TEXTIL CREDISA-TRUTEX S.A.A

100	339	(27)	CÍA MINERA SANTA LUISA S.A.
101	340	(27)	EMPRESA REG. DE SERV. PUB. DE ELECTRICIDAD DEL NORTE S.A.
102	350	(27)	MOTORES DIESELANDINOS S.A
103	352	(28)	AFP HORIZONTE
104	369	(28)	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.
105	373	(28)	BANCO AZTECA DEL PERÚ S.A.
106	374	(28)	MAPFRE PERÚ VIDA CÍA DE SEGUROS
107	377	(28)	METALÚRGICA PERUANA S.A.
108	383	(28)	EMPRESA AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.
109	393	(28)	LIMA GAS S.A.
110	395	(28)	SN POWER PERU S.A. (ANTES ELECTRO ANDES S.A.)
111	402	(29)	ELECTRO SUR MEDIO S.A.A.
112	405	(29)	HSBC BANK PERÚ S.A.
113	407	(29)	CÍA. MINERA RAURA S.A.
114	409	(29)	BANCO DE COMERCIO
115	412	(29)	ELECTRO SUR ESTE S.A.A.
116	422	(29)	PLUSPETROL LOTE 56 S.A.
117	456	(30)	INVERSIONES CENTEÑARIO S.A.A.
118	492	(30)	MICHELLYCLA S.A.
119	505	(31)	PROFUTURO AFP
120	507	(31)	CAJA RURAL DE AHORRO Y CRÉDITO NUESTRA GENTE S.A.A
121	509	(31)	SOLDEXA S.A.
122	550	(31)	FABRICA PERUANA ETERNITS.A.
123	552	(32)	TEXTIL SAN CRISTÓBAL S.A
124	559	(32)	CORPORACIÓN CERÁMICA S.A.
125	564	(32)	INDUSTRIAS VENCEDOR S.A.
126	585	(32)	FIMA S.A.
127	602	(33)	INDUSTRIAS DEL ENVASE S.A.
128	644	(33)	HIDROSTAL S.A.
129	661	(34)	FINANCIERA CONFIANZA
130	665	(34)	AGROINDUSTRIAS AIB S.A.
131	671	(34)	LIMA CAUCHO S.A.
132	684	(34)	MINERA IRL S.A.
133	688	(34)	SHOUGANG GENERACIÓN ELÉCTRICA S.AA,
134	698	(34)	CONSORCIO TRANSMANTARO S.A.
135	731	(35)	FABRICA NACIONAL DE ACUMULADORES ETNA SA
136	786	(36)	CENCOSUD PERU SA.
137	798	(36)	INCATOPS S.A.
138	802	(37)	INVERSIONES PACASMAYO S.A
139	803	(37)	INDUSTRIA TEXTIL PIURA SA.
140	837	(37)	LOS PORTALES S A
141	843	(37)	RASH PERÚ S.A.C.

142	876	(38)	FINANCIERA TFC S.A.
143	886	(38)	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.AA
144	898	(38)	INVERSIONES LA RIOJA S.A.

Anexo 4. Total de empresas emisoras del mercado de valores (258)

Al 31 de noviembre del 2010. (Incluida 144 grandes empresas antes mencionadas)

NUMERO	EMPRESAS EMISORAS DEL MERCADO DE VALORES
1	ABB S.A.
2	ACE SEGUROS S.A. COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS
3	ADMINISTRADORA DEL COMERCIO S.A.
4	AFP HORIZONTE S.A.
5	AFP INTEGRA
6	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.
7	AGRO PUCALA S.A.A.
8	AGROINDUSTRIAS AIB S.A.
9	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A. (HOY SAN JACINTO)
10	ALICORP S.A.A.
11	ALTURAS MINERALS CORP.
12	AMERAL S.A.A.
13	AMERIGO RESOURCES LTD.
14	AMERIKA FINANCIERA S.A. (ANTES AMERICA LEASING S.A.)
15	AQM COPPER INC. (ANTES APOQUINDO MINERALS INC.)
16	AUSTRAL GROUP S.A.A.
17	BANCO AZTECA DEL PERÚ S.A.
18	BANCO CONTINENTAL
19	BANCO DE COMERCIO
20	BANCO DE CRÉDITO DEL PERÚ
21	BANCO FALABELLA PERÚ S.A.
22	BANCO FINANCIERO DEL PERÚ
23	BANCO INTERAMERICANO DE FINANZAS
24	BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.A. - INTERBANK
25	BANCO NUEVO MUNDO EN LIQUIDACIÓN
26	BANCO RIPLEY PERÚ S.A. (ANTES BANCO RIPLEY S.A.)
27	BANCO SANTANDER PERÚ S.A.
28	BANCOLOMBIA S.A.
29	BAYER S.A.
30	BEAR CREEK MINING CORPORATION
31	BRITISH AMERICAN TOBACCO DEL PERÚ HOLDINGS S.A.A.
32	CAJA MUNICIPAL DE AHORRO Y CRÉDITO DE AREQUIPA S.A
33	CAJA RURAL DE AHORRO Y CRÉDITO NUESTRA GENTE S.A
34	CANDENTE COPPER CORP. (ANTES CANDENTE RESOURCE C
35	CANDENTE GOLD CORP
36	CARBOLAN S.A. - EN LIQUIDACIÓN

37	CARTA VIO SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA (CARTA VIO S.A.;
38	CASA GRANDE SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA (CASA GRAI)*
39	CASTROVIRREYNA COMPAÑÍA MINERA S.A.
40	CEMA COMUNICACIONES S.A. - EN REESTRUCTURACIÓN
41	CEMENTO ANDINO S.A.
42	CEMENTOS LIMA S.A.
43	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.
44	CENCOSUD PERÚ S.A.
45	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI-PAMPA BLANCA S.A.
46	CERVECERÍA SAN JUAN S.A.
47	CÍA. INDUSTRIAL NUEVO MUNDO S.A.
48	CITIBANK DEL PERÚ S.A.
49	COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.
50	COMPAÑÍA GOODYEAR DEL PERÚ S.A.
51	COMPAÑÍA INDUSTRIAL TEXTIL CREDISA - TRUTEX S.A.A. - C
52	COMPAÑÍA MINERA ATACocha S.A.A.
53	COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.
54	COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.
55	COMPAÑÍA MINERA RAURA S.A.
56	COMPAÑÍA MINERA SAN IGNACIO DE MOROCOCHA S.A.
57	COMPAÑÍA MINERA SANTA LUISA S.A.
58	COMPAÑÍA UNIVERSAL TEXTIL S.A.
59	CONCESIONARIA TRASVASE OLMOS S.A.
60	CONSERVERA DE LAS AMERICAS S.A.
61	CONSORCIO AGUA AZUL S.A.
62	CONSORCIO CEMENTERO DEL SUR S.A.
63	CONSORCIO INDUSTRIAL DE AREQUIPA S.A.
64	CONSORCIO TRANSMANTARO S.A.
65	CONSTRUCCIONES ELECTROMECÁNICAS DELCROSA S.A.
66	COPEINCA ASA
67	CORPBANCA
68	CORPORACIÓN ACEROS AREQUIPA S.A.
69	CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO - CAF
70	CORPORACIÓN CERAMICA S.A.
71	CORPORACIÓN CERVESUR S.A.A.
72	CORPORACIÓN FINANCIERA DE DESARROLLO S.A. - COFIDE
73	CORPORACIÓN FINANCIERA DE INVERSIONES S.A.A.
74	CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL - IFC
75	CORPORACIÓN FUNERARIA S.A.
76	CORPORACIÓN LINDLEY S.A.
77	CORPORACIÓN MISKI S.A.
78	CORPORACIÓN MISTI S.A.
79	CREDICORP LTD.
80	CREDISCOTIA FINANCIERA S.A. (ANTES BANCO DEL TRABA
81	DESARROLLOS SIGLO XXI S.A.A.
82	DEUTSCHE BANK (PERÚ) S.A.
83	DUKE ENERGY EGENOR SOCIEDAD EN COMANDITA POR AO
84	ECOPETROL S.A.
85	EDEGEL S.A.A.
86	EDELNOR S.A.A.
87	EL PACIFICO PERUANO-SUIZA CIA DE SEGUROS Y REASEGUROS
88	EL PACIFICO VIDA COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS

89	ELECTRO DUNAS S.A.A. (ANTES ELECTRO SUR MEDIO SA)
90	ELECTRO SUR ESTE S.A.A.
91	EMPRESA AGRARIA AZUCARERA ANDAHUASI S.A.A.
92	EMPRESA AGRARIA CHQUITO Y S.A.
93	EMPRESA AGRÍCOLA BARRAZA S.A.
94	EMPRESA AGRÍCOLA GANADERA SALAMANCA S.A.A.
95	EMPRESA AGRÍCOLA LA UNION S.A.
96	EMPRESA AGRÍCOLA SAN JUAN S.A.
97	EMPRESA AGRÍCOLA SINTUCO S.A.
98	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.
99	EMPRESA AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.
100	EMPRESA AGROINDUSTRIAL POMALCA S.A.A.
101	EMPRESA AGROINDUSTRIAL TUMAN S.A.A.
102	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
103	EMPRESA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA SAN GABÁN S.A.
104	EMPRESA EDITORA EL COMERCIO S.A.
105	EMPRESA ELÉCTRICA DE PIURA S.A.
106	EMPRESA ELECTRICIDAD DEL PERÚ - ELECTROPERU S.A.
107	EMPRESA FINANCIERA EDYFICAR S.A.
108	EMPRESA MINERA LOS QUENUALES S.A.
109	EMPRESA REGIONAL DE SERVICIO PUBLICO DE ELECTRICIDÍ
110	EMPRESA REGIONAL DE SERVICIO PUBLICO DE ELECTRICIDÍ
111	EMPRESA SIDERÚRGICA DEL PERÚ S.A.A. - SIDERPERU
112	ENERSUR S.A.
113	EXSA S.A.
114	FABRICA DE HILADOS Y TEJIDOS SAN MIGUEL S.A. - EN LIQUIDACION
115	FABRICA NACIONAL DE ACUMULADORES ETNA S.A.
116	FABRICA PERUANA ETERNIT S.A.
117	FALABELLA PERÚ S.A.A. (ANTES INVERSIONES Y SERVICIO
118	FERRÉYROS S.A.A.
119	FILAMENTOS INDUSTRIALES S.A.
120	FIMA S.A.
121	FINANCIERA CONFIANZA S.A.
122	FINANCIERA EFECTIVA S.A.
123	FINANCIERA TFC S.A.
124	FINANCIERA UNIVERSAL S.A.
125	FINANCIERA UNO S.A.
126	FORTUNA SILVER MINES INC.
127	FOSFATOS DEL PACIFICO S.A.
128	GAS NATURAL DE LIMA Y CALLAO S.A.
129	GENERANDES PERÚ S.A.
130	GLORIA S.A.
131	GOLD FIELDS LA CIMA S.A.A. (ANTES GOLD FIELDS LA CIMA
132	GRAÑA Y MONTERO S.A.A.
133	HIDROSTAL S.A.
134	HSBC BANK PERÚ S.A.
135	IFH PERÚ LTD.
136	INCA PACIFIC RESOURCES INC.
137	INCA TOPS S.A.A.
138	INCASA EMPRESA ADMINISTRADORA HIPOTECARIA
139	INDECO S.A.
140	INDUSTRIA TEXTIL PIURA S.A.

141	INDUSTRIAS DEL ENVASE S.A.
142	INDUSTRIAS ELECTRO QUÍMICAS S.A.
143	INDUSTRIAS VENCEDOR S.A.
144	INMOBILIARIA MILENIA S.A.
145	INMUEBLES COMERCIALES DEL PERU S.A.C.
146	INMUEBLES PANAMERICANA S.A.
147	INSUR S.A. COMPAÑÍA DE SEGUROS
148	INTERGROUP FINANCIAL SERVICES CORP.
149	INTERSEGURO COMPAÑÍA DE SEGUROS S.A.
150	INTRADEVCO INDUSTRIAL S.A.
151	INVERSIONES CENTENARIO S.A.A.
152	INVERSIONES EN TURISMO S.A.
153	INVERTUR INVERSIONES LA RIOJA S.A.
154	INVERSIONES NACIONALES DE TURISMO S.A. INTURSA
155	INVERSIONES PACASMAYO S.A.
156	INVITA SEGUROS DE VIDA
157	KALLPA GENERACIÓN S.A.
158	LA POSITIVA SEGUROS Y REASEGUROS S.A.
159	LA POSITIVA VIDA SEGUROS Y REASEGUROS S.A.
160	LAIVE S.A.
161	LAPICES Y CONEXOS S.A. LAYCONSA
162	LATINA HOLDING S.A.
163	LATINO LEASING S.A. - EN LIQUIDACIÓN
164	LEASING PERU S.A.
165	LEASING TOTAL S.A.
166	LIMA CAUCHO S.A.
167	LIMA GAS S.A.
168	LOS PORTALES S.A.
169	LP HOLDING S.A.
170	LUZ DEL SUR S.A.A.
171	MAESTRO PERU S.A. (ANTES MAESTRO HOME CENTER S.A.
172	MANUFACTURA DE METALES Y ALUMINIO RECORD S.A.
173	MAPFRE PERU COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS
174	MAPFRE PERÚ VIDA COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS
175	MAPLE ENERGY PLC.
176	MARMOLES Y GRANITOS S.A.
177	METALÚRGICA PERUANA S.A.
178	MIBANCO BANCO DE LA MICROEMPRESA S.A.
179	MICHELL Y CÍA. S.A.
180	MINERA ANDINA DE EXPLORACIONES S.A.A.
181	MINERA BARRICK MISQUICHILCA S.A.
182	MINERA IRL LIMITED
183	MINERA YANACOCHA S.R.L.
184	MINSUR S.A.
185	ITSUI-MASA LEASING S.A.
186	MONTANA S.A
187	MOTORES DIESEL ANDINOS S.A.
188	NBK BANK - EN LIQUIDACIÓN
189	NEGOCIACIÓN AGRÍCOLA VISTA ALEGRE S.A.
190	NEGOCIOS CONTACTOS Y FINANZAS - INVERSIONES S.A.
191	NEGOCIOS E INMUEBLES S.A.
192	NISSAN MAQUINARIAS S.A.

193	NORSEMONT MINING INC.
194	NORVIAL S.A.
195	PALMAS DEL ESPINO S.A.
196	PAÑORO MINERALS LTD.
197	PERÚ HOLDING DE TURISMO S.A.A.
198	PERÚ LNG S.R.L.
199	PERUANA DE ENERGÍA S.A.A.
200	PERUBAR S.A.
201	PESQUERA EXALMAR SA
202	PETRÓLEOS DEL PERÚ S.A. - PETROPERU S.A.
203	PLUSPETROL CAMISEA S.A.
204	PLUSPETROL LOTE 56 S.A.
205	PRIMA AFP S.A.
206	PROFUTURO AFP
207	PROMOTORA CLUB EMPRESARIAL S.A.
208	PROTECTA S.A. COMPAÑÍA DE SEGUROS
209	PVT PORTAFOLIO DE VALORES S.A.
210	QUIMPAC S.A.
211	RANSA COMERCIAL S.A.
212	RASH PERU S.A.C.
213	RAYON INDUSTRIAL S.A. - EN LIQUIDACIÓN
214	REACTIVOS NACIONALES S.A. RENASA
215	RED BICOLOR DE COMUNICACIONES S.A.A. – RBC TV S.A.A.
216	RED DE ENERGÍA DEL PERU S.A.
217	REFINERÍA LA PAMPILLA S.A.A
218	RIMAC INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS
219	RIO ALTO MINING LIMITED
220	RIO CRISTAL RESOURCES CORPORATION
221	SAGA FALABELLA S.A.
222	SAN FERNANDO S.A.
223	SCOTIABANK PERU S.A.A.
224	SECREX COMPAÑÍA DE SEGUROS DE CRÉDITO Y GARANTÍA
225	SERVICIO DE AGUA POTABLE Y ALCANTARILLADO - SEDAPAL
226	SHOUGANG GENERACIÓN ELECTRICA S.A.A.
227	SHOUGANG HIERRO PERU S.A.A.
228	SN POWER PERU S.A. (ANTES ELECTRO ANDES S.A.)
229	SOCIEDAD AGRÍCOLA FANUPE VICHA Y AL S.A.
230	SOCIEDAD ELECTRICA DEL SUR OESTE S.A. - SEAL
231	SOCIEDAD INDUSTRIAL DE ARTÍCULOS DE METAL S.A.C.
232	SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.
233	SOCIEDAD MINERA CORONA S.A.
234	SOCIEDAD MINERA EL BROCAL S.A.A.
235	SOLDEXA S.A.
236	SOLUCIÓN EMPRESA ADMINISTRADORA HIPOTECARIA S.A.
237	SOUTHERN CONE POWER PERU S.A.
238	SOUTHERN COPPER CORPORATION
239	SOUTHERN PERÚ COPPER CORPORATION, SUCURSAL DEL PERU
240	SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.
241	TC SIGLO 21 S.A.A.
242	TELEFONICA DEL PERU S.A.A.
243	TELEFONICA MÓVILES S.A.
244	TELEFONICA S.A.

245	TEXTIL SAN CRISTÓBAL S.A.
246	TICINO DEL PERÚ S.A.
247	TIENDAS EFE S.A.
248	TOTAL ARTEFACTOS S.A.
249	TRANSACCIONES FINANCIERAS S.A.
250	TRANSPORTADORA DE GAS DEL PERÚ S.A.
251	TRUPAL S.A.
252	UNION DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON
253	UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES
254	URBI PROPIEDADES S.A.
255	VENA RESOURCES INC.
256	VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.
257	YURA S.A.
258	ZINCORE METALS INC